



ΕΘΝΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΥΤΟΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΚΒ΄ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΗ ΣΕΙΡΑ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

ΤΕΛΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Θέμα:

Η χρηματοοικονομική κρίση της αμερικάνικης αγοράς στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (2007 sub-prime loan market crisis), η ελληνική κρίση χρέους και οι επιπτώσεις τους στην αγορά ακινήτων

Επιβλέπων:

Βλάμης Πρόδρομος

Σπουδαστής:

Μαμουνάκης Σταύρος



Με την συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΑΘΗΝΑ - 2014

Περίληψη

Η εργασία αυτή αποσκοπεί στην εξέταση των κρίσεων στις ΗΠΑ και στην Ελλάδα, τα βαθύτερα αίτιά τους και τον τρόπο αντιμετώπισής τους, καθώς και τις συνέπειες που προκάλεσαν στην αγορά ακινήτων των δύο χωρών. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την επίτευξη του σκοπού αυτού ήταν η δευτερογενής βιβλιογραφική έρευνα σε ελληνικές και ξενόγλωσσες πηγές, έντυπες και διαδικτυακές. Στο κεφάλαιο I γίνεται μία ανάλυση της δομής της εργασίας και παρουσιάζονται ομοιότητες και διαφορές μεταξύ των περιπτώσεων των ΗΠΑ και της Ελλάδας. Το κεφάλαιο II ασχολείται με το ζήτημα της κρίσης των sub-primes. Συγκεκριμένα αναλύεται η απορρύθμιση του αμερικάνικου χρηματοπιστωτικού συστήματος, που θεωρείται ότι επέδρασε καταλυτικά στην κρίση αυτή και παρουσιάζεται το χρονικό της κρίσης και οι κινήσεις της κυβέρνησης των ΗΠΑ για την αντιμετώπιση της. Στο κεφάλαιο III παρουσιάζεται η ελληνική δημοσιονομική κρίση. Γίνεται μία ανάλυση των βαθύτερων αιτιών επιδείνωσης των οικονομικών μεγεθών που παρατηρείται σε βάθος πολλών χρόνων στην Ελλάδα, παρουσιάζονται τα δύο προγράμματα διάσωσης και τα αποτελέσματά τους, μέχρι και σήμερα. Στο κεφάλαιο IV επιχειρείται αρχικά μία παρουσίαση της κατάστασης της αγοράς ακινήτων στις δύο χώρες πριν τις κρίσεις. Κατόπιν αναλύονται οι επιπτώσεις των κρίσεων στον κλάδο αυτό και στις δύο χώρες. Η εργασία ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των συμπερασμάτων και των προτάσεων στο κεφάλαιο V.

Λέξεις Κλειδιά

Αγορά ακινήτων, ΑΕΠ, ανάκαμψη, ανορθολογισμός, απασχόληση, απορρύθμιση, διακρατικός δανεισμός, δημοσιονομική κρίση, επαγγελματική στέγη, ΔΝΤ, Ελλάδα, έλλειμμα, επενδύσεις, επιτόκιο, Ευρωπαϊκή Ένωση, Ζώνη του Ευρώ, ΗΠΑ, κατασκευαστικός κλάδος, κατοικία, κερδοφορία, κρίση sub-primes, μοντέλο του Minsky, μόχλευση, οικονομία, ομόλογο, πρόγραμμα διάσωσης, προσαρμογή, ρίσκο, ρύθμιση, τραπεζικός δανεισμός, ύφεση, χρέος, χρηματοπιστωτικός τομέας, Banking Act, EFSF, FED, GLF

Abstract

This essay aims at examining the crises in the US and Greece, their deepest causes and the way they were handled, as well as the consequences that they had on the real estate markets of these two countries. The methodology that was applied in order to achieve this goal was the desktop research of both Greek and foreign, printed and online literature. Chapter I contains an analysis of the essay's structure. The similarities and differences between the cases of the USA and Greece are also presented. Chapter II copes with the issue of the sub-prime crisis. Namely, the deregulation of the American financial system, which is considered to have acted as a catalyst for this crisis, is analyzed and the chronicle of the crisis as well as the American government's actions to deal with it are presented. In Chapter III the Greek fiscal crisis is presented. There is an analysis of the deeper reasons for the decline of the Greek financials that has been observed over the years and the two bailout programs are presented as well as their results, up to this day. In Chapter IV a presentation of the situation in the real estate market, in the two countries before the crises, is attempted. Thence, the impact of the crises to this industry is analyzed for both countries. The essay ends with the presentation of conclusions and proposals, in Chapter V.

Key Words

Adjustment, bailout program, bank lending, Banking Act, bond, business premises, construction industry, debt, deficit, deregulation, economy, EFSF, employment, European Union, Euro-zone, FED, financial sector, fiscal crisis, GDP, GLF, Greece, housing, IMF, interest rate, international lending, investments, irrationalism, leverage, Minsky's model, profitability, real estate market, recession, recovery, regulation, risk, sub-primes' crisis, USA.

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ	2
ABSTRACT	3
KEY WORDS	3
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	4
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΙΚΟΝΟΓΡΑΦΗΣΗΣ	7
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ	8
I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	9
II. Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2007-2009 ΣΤΙΣ ΗΠΑ	12
II.1. Ρύθμιση και απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ.	12
II.1.1. Η Μεγάλη Κρίση του 1929 ως έναυσμα	12
II.1.2. Η απάντηση στην κρίση του 1929	14
II.1.3. Το σύστημα Bretton- Woods (1944- 1971)	16
II.1.4. Πορεία προς την απορρύθμιση	17
II.2. Το ιστορικό της κρίσης των sub-primes	20
II.2.1. Το μακροοικονομικό υπόβαθρο της κρίσης	21
II.2.2. Τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία	23
II.2.2.1. Δάνεια χαμηλής εξασφάλισης	24
II.2.2.2. «Καινοτόμα» χρηματοπιστωτικά εργαλεία	26
II.2.3. Ο φαύλος κύκλος του πανικού	28
II.2.4. Η αντιμετώπιση της κρίσης	29
III. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟΥ 2009	33
III.1. Το υπόβαθρο της ελληνικής κρίσης	34
	4

III.1.1. Η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας	34
III.1.2. Ο κυβερνητικός ανορθολογισμός	36
III.2. Αίτια και αντιμετώπιση της κρίσης	38
III.2.1. Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους	38
III.2.1.1. Ενδογενείς παράγοντες	38
III.2.1.2. Εξωγενείς παράγοντες	40
III.2.2. Η αντιμετώπιση της κρίσης	42
III.2.2.1. Το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης	42
III.2.2.2. Το δεύτερο πρόγραμμα διάσωσης	44
III.2.2.3. Αποτελέσματα προγραμμάτων διάσωσης	45
IV. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	48
IV.1. Η αμερικάνικη αγορά ακινήτων	48
IV.1.1. Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ πριν την κρίση των sub-primes	48
IV.1.2. Οι επιπτώσεις της κρίσης	50
IV.2. Η ελληνική αγορά ακινήτων	53
IV.2.1. Η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα πριν την δημοσιονομική κρίση	53
IV.2.2. Οι επιπτώσεις της κρίσης	55
IV.2.2.1. Λόγοι που οδήγησαν την ελληνική αγορά ακινήτων σε ύφεση	60
V. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ- ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	62
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	65
Έντυπη βιβλιογραφία	65
Ξενόγλωσση	65
Ελληνική	66
Διαδικτυακή βιβλιογραφία	67
Ξενόγλωσση	67
Ελληνική	69
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	75
Παράρτημα 1: Το θεωρητικό υπόβαθρο της εναλλαγής υποδείγματος της ρύθμισης στον αμερικάνικο χρηματοπιστωτικό τομέα	76

Παράρτημα 2: Μορφές δανείων των δύο προγραμμάτων στήριξης της ελληνικής οικονομίας	78
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	78
Greek Loan Facility (GLF)	79
European Financial Stability Fund (EFSF)	79
Παράρτημα 3: Το ζήτημα της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών	80
Παράρτημα 4: Τα προ κρίσης προβλήματα στην ελληνική αγορά ακινήτων	82

Πίνακας Εικονογράφησης

Διάγραμμα-Πίνακας	Περιεχόμενο	Σελίδα
Διάγραμμα 1	Εισαγωγές και εξαγωγές στις ΗΠΑ 1997-2009	22
Διάγραμμα 2	Ποσοστά παραβατικότητας ανά είδος δανείου	25
Διάγραμμα 3	Ποσοστό δανείων sub-primes και ιδιοκτησίας κατοικιών 1997-2007	26
Διάγραμμα 4	Αμερικάνικα πιστωτικά ιδρύματα που πτώχευσαν 2007-2014	29
Διάγραμμα 5	Επιτόκια της FED 2001-2012	30
Διάγραμμα 6	Αξία τίτλων που διακρατεί η FED	31
Διάγραμμα 7	Ρυθμός αύξησης ελληνικού ΑΕΠ 2001-2012	33
Διάγραμμα 8	Πορεία ελληνικού χρέους 1960-2010	37
Διάγραμμα 9	Πορεία πληθωρισμού 1960-2011	37
Διάγραμμα 10	Πορεία spreads ομολόγων και CDS 2009-2010	40
Διάγραμμα 11	Πορεία ελληνικού ΑΕΠ 2003-2012	46
Διάγραμμα 12	Το έλλειμμα της Ελλάδας 2007-2014	47
Διάγραμμα 13	Ποσοστό συμμετοχής αγοράς ακινήτων στο ΑΕΠ των ΗΠΑ	50
Διάγραμμα 14	Δαπάνες κατασκευαστικού κλάδου στις ΗΠΑ 2002-2013	51
Διάγραμμα 15	Νέες άδειες οικοδόμησης κατοικιών στις ΗΠΑ 2000-2013	51
Διάγραμμα 16	Ποσοστό ανεργίας στις ΗΠΑ 2000-2014	53
Διάγραμμα 17	Δείκτης τιμών κατοικιών στις ΗΠΑ 2000-2014	54
Διάγραμμα 18	Ρυθμός μεταβολής ετήσιου δείκτη τιμών των κατοικιών	55
Διάγραμμα 19	Νέες άδειες οικοδομών στην Ελλάδα 2009-2013	57
Διάγραμμα 20	Επιφάνεια και όγκος νέων οικοδομών 2009-2013	58
Διάγραμμα 21	Αξία νέων οικοδομών 2009-2013	58
Διάγραμμα 22	Απασχολούμενοι στον κλάδο κατασκευών 2009-2013	60
Διάγραμμα 23	Απασχολούμενοι στον κλάδο διαχείρισης ακίνητης περιουσίας 2009-2013	60
Πίνακας 1	Εκταμιεύσεις πρώτου προγράμματος	43
Πίνακας 2	Εκταμιεύσεις δεύτερου προγράμματος	45
Πίνακας 3	Ενίσχυση συστημικών τραπεζών από το ΤΧΣ (2012-2013)	82

Πίνακας Συντμήσεων και Συντομογραφιών

Ελληνικές Συντομογραφίες	
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΖτΕ	Ζώνη του Ευρώ
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΠΔΕ	Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων
ΠΣΤΕ	Πανελλήνιος Σύνδεσμος Τεχνικών Εταιρειών
ΤΧΣ	Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών
Ξενογλωσσες Συντομογραφίες	
BNP	Banque Nationale de Paris
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
DBB	Debt Buy Back
EC	European Commission
EFSF	European Financial Stability Fund
Eurostat	European Statistic Agency
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Federal Reserve
FSB	Financial Stability Board
GLF	Greek Loan Facility
MBS	Mortgage- Backed Securities
PSI	Private Sector Involvement
SBA	Stand- by Arrangement
SEC	Securities and Exchange Commission
SPV	Special Purpose Vehicle
TAF	Term Auction Facility
TBTF	Too Big To Fail

I. Εισαγωγή

Το 2007 άρχισαν να εμφανίζονται στις ΗΠΑ τα πρώτα σημάδια μίας κρίσης που θα λάμβανε, μόλις ένα έτος αργότερα, απρόβλεπτες διαστάσεις και θα κατέληγε να ξεπερνάει σε έκταση ακόμα και την Μεγάλη Κρίση του 1929 (Krugman, 2012). Η διαδοχή των γεγονότων φαινόταν να ακολουθεί το μοντέλο της «ανατομίας των κρίσεων», το οποίο περιγράφει ο Kindleberger και είναι βασισμένο στο μοντέλο του Hayman Minsky (Kindleberger & Albiert 2011). Σύμφωνα με τον τελευταίο, όταν εκδηλώνεται μία κρίση του χρηματοπιστωτικού τομέα, αυτή είναι το αποτέλεσμα μίας σειράς συνθηκών και γεγονότων, που επαναλαμβάνονται με ελάχιστες διαφοροποιήσεις σε όλες τις αντίστοιχες περιπτώσεις.

Πιο συγκεκριμένα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης οι επενδυτές γίνονται πιο αισιόδοξοι και έχουν την τάση να αυξάνουν την μόχλευση τους με σκοπό να επενδύσουν μεγαλύτερα ποσά και να αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη. Η ευφορία αυτή γρήγορα μπορεί να μετατραπεί σε μανία και οι επενδυτές, αναμένοντας ακόμα μεγαλύτερα κέρδη, αυξάνουν τον δανεισμό τους σε επίπεδα στα οποία δεν θα μπορούσαν να ανταποκριθούν, αν τους καλούσαν να αποπληρώσουν έστω ένα μέρος των δανείων αυτών. Η μανία αυτή οδηγεί τις αξίες συγκεκριμένων στοιχείων ενεργητικού σε επίπεδα αδικαιολόγητα υψηλά, σε σχέση με τις πραγματικές δυνατότητές τους. Παράλληλα εμφανίζονται επιτήδριοι οι οποίοι επιθυμούν να εκμεταλλευτούν την υπερθέρμανση αυτή της οικονομίας με σκοπό τον γρήγορο πλουτισμό. Οι τελευταίοι συνήθως ευθύνονται και για την ανατροπή της κατάστασης, καθώς αρκεί ένα εξωγενές σοκ για να κλονιστεί το σαθρό οικοδόμημα της πλασματικής ανάπτυξης που περιγράφηκε ανωτέρω. Το σοκ αυτό μπορεί να προέρχεται από την αποκάλυψη μίας απάτης, από την αδυναμία ενός φορέα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του ή ακόμα και από ανακοινώσεις θεσμικών φορέων σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας. Μετά από αυτό, τα προϊόντα που είχαν υπερτιμηθεί χάνουν με γοργούς ρυθμούς την αξία τους, καθώς δημιουργείται πανικός και οι επενδυτές σπεύδουν να τα πωλήσουν μαζικά. Στην πραγματικότητα λίγοι θα προλάβουν να πουλήσουν τα προϊόντα αυτά πριν η τιμή τους πέσει τόσο ώστε να μην μπορεί να καλυφθεί το κόστος του δανεισμού τους. Όσο όμως οι πανικόβλητοι επενδυτές σπεύδουν να ρευστοποιήσουν τα προϊόντα τόσο πέφτει η τιμή των τελευταίων. Και κάπως έτσι επέρχεται η κατάρρευση, καθώς οι επενδυτές κατέχουν προϊόντα, η αξία των οποίων δεν καλύπτει το κόστος των υποχρεώσεων που έχουν αναλάβει, και οι

δανειστές (κυρίως τράπεζες) αδυνατούν να εισπράξουν τα οφειλόμενα και φτάνουν στο σημείο να μην μπορούν να ανταπεξέλθουν στις δικές τους υποχρεώσεις. Όσο πιο απορρυθμισμένο είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα τόσο μεγαλύτερες αλληλεπιδράσεις εμφανίζονται μεταξύ των φορέων του και τόσο γρηγορότερη και ευρύτερη είναι η εξάπλωση της κρίσης (Ρουμελιώτης, 2009).

Όπως θα καταδειχθεί και στο κεφάλαιο II η κρίση του 2007 στις ΗΠΑ ακολούθησε το παραπάνω μοντέλο με τα γνωστά αποτελέσματα για την παγκόσμια οικονομία. Πριν όμως, παρουσιαστεί η πορεία της κρίσης, γίνεται μία ανάλυση σχετικά με το ζήτημα της απορρύθμισης του χρηματοπιστωτικού τομέα των ΗΠΑ, ώστε να γίνει κατανοητό το πλαίσιο μέσα στο οποίο αναπτύχθηκαν τα προϊόντα που οδήγησαν την παγκόσμια οικονομία στην ύφεση.

Το 2009 και ενώ η αμερικανική αλλά και η παγκόσμια οικονομία φαινόταν να έχει αρχίσει να επανέρχεται από το σοκ, εκδηλώνεται στην Ελλάδα μία κρίση χρέους, η οποία οδήγησε την χώρα σε παρατεταμένη ύφεση. Παρά, όμως, τη χρονική εγγύτητα των δύο αυτών φαινομένων, τα χαρακτηριστικά τους είναι πολύ διαφορετικά. Στην περίπτωση της Ελλάδας δεν ήταν ο χρηματοπιστωτικός τομέας που προκάλεσε το πρόβλημα, όπως συνέβη σε χώρες σαν την Ιρλανδία, καθώς ο τελευταίος είχε εκτεθεί ελάχιστα στα δομημένα προϊόντα των αμερικανικών, και όχι μόνο, τραπεζών. Αντιθέτως το πρόβλημα προήλθε από τον Δημόσιο Τομέα, ο οποίος επί σειρά ετών συσσώρευε χρέος και παρουσίαζε ελλείμματα. Η κρίση κορυφώθηκε στους πρώτους μήνες του 2010, όταν τα επιτόκια δανεισμού για την Ελλάδα έγιναν απαγορευτικά. Οι βαθύτερες αιτίες, ο τρόπος αντιμετώπισης και τα αποτελέσματα της κατάστασης αυτής θα αναλυθούν στο κεφάλαιο III.

Πέραν του χρόνου εκδήλωσης, όμως, τα δύο γεγονότα, σε ΗΠΑ και Ελλάδα, είχαν άλλο ένα συνδετικό στοιχείο. Αυτό ήταν η διασύνδεσή τους με την αγορά ακινήτων στις δύο χώρες. Στην περίπτωση των ΗΠΑ, ο τομέας αυτός αποτέλεσε την πηγή του προβλήματος, καθώς βρισκόταν στο επίκεντρο της επενδυτικής μανίας. Τα ακίνητα ανατιμήθηκαν πολύ πιο πάνω από την αξία τους, οι τράπεζες για να προστατευθούν μετέτρεψαν τα επισφαλή δάνεια σε επενδυτικά προϊόντα, που διατέθηκαν σε πλήθος επενδυτών ανά τον κόσμο, μεγεθύνοντας έτσι την έκταση της κρίσης. Στην περίπτωση της Ελλάδας, από την άλλη, η αγορά ακινήτων δεν αποτελούσε το επίκεντρο της

κρίσης. Ήταν, βέβαια, ένας από τους βασικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος χρηματοδοτούνταν σε μεγάλο βαθμό μέσω τραπεζικού δανεισμού.

Εκεί που φαίνεται να υπάρχει μεγαλύτερη ταύτιση μεταξύ των περιπτώσεων των δύο χωρών, είναι στα αποτελέσματα των κρίσεων στην αγορά ακινήτων. Η αδυναμία αλλά και η απροθυμία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες της τελευταίας, μέσω της παροχής στεγαστικής πίστης, την οδήγησε σε μία πτώση άνευ προηγουμένου και στις δύο χώρες. Η κατάσταση της αγοράς ακινήτων προ και μετά κρίσης, τόσο στην Ελλάδα όσο και στις ΗΠΑ, θα αναλυθεί στο κεφάλαιο IV.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τις δύο κρίσεις, αυτή του 2007 στις ΗΠΑ και αυτή του 2010 στην Ελλάδα, ως προς τα αίτια, τις μορφές αντιμετώπισης και τα αποτελέσματά τους. Επιπροσθέτως θα εξεταστεί η διασύνδεση και οι επιπτώσεις τους στην αγορά ακινήτων των δύο χωρών. Η εργασία θα ολοκληρωθεί με τη διατύπωση συμπερασμάτων και προτάσεων, όπως θα προκύψουν από τη συνολική μελέτη των ανωτέρω ζητημάτων.

II. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 στις ΗΠΑ

II.1. Ρύθμιση και απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ.

Το ζήτημα της ρύθμισης των αγορών γενικότερα και των χρηματοπιστωτικών αγορών ειδικότερα έχει απασχολήσει εδώ και πολλά χρόνια τόσο την ακαδημαϊκή όσο και την πολιτική σφαίρα. Η πλευρά που τάσσεται υπέρ της διαμόρφωσης ενός περιοριστικού θεσμικού πλαισίου στηρίζει την επιχειρηματολογία της στην μακιαβελική άποψη ότι οι άνθρωποι μεταβαίνουν από τη μία φιλοδοξία στην άλλη, καθώς αρχικά προσπαθούν να διασφαλιστούν έναντι εξωτερικών κινδύνων και ακολούθως επιτίθενται στους άλλους (Κονδύλης, 1984). Αυτός είναι ο λόγος που οι ανθρώπινες κοινωνίες, ανεξαρτήτως μεγέθους οργανώνονται στη βάση ενός κώδικα κανόνων εξωτερικής συμπεριφοράς, ενός κώδικα δικαίου. Οι κανόνες αυτοί τίθενται από μια ανώτερη αρχή και είναι αποδεκτοί από το μεγαλύτερο μέρος της κοινωνίας, αν όχι από το σύνολό της. Διαφορετικά θα υπάρξει βίαιη μεταβολή τους. Κατά αντίστοιχο τρόπο οι δρώντες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θεωρείται ότι θα οδηγηθούν σε αθέμιτες πρακτικές στην προσπάθειά τους να αποκομίσουν όσο το δυνατό μεγαλύτερο κέρδος και με απρόβλεπτες συνέπειες για το κοινωνικό σύνολο, αν δεν υπάρξει ρύθμιση του τρόπου λειτουργίας του.

Σύμφωνα με την αντίθετη άποψη η βέλτιστη λειτουργία της αγοράς προϋποθέτει την έλλειψη οποιασδήποτε ρύθμισης. Αντιλαμβάνονται συνεπώς την οικονομία ως μια ξεχωριστή μορφή κοινωνικοποίησης στην οποία για κάποιο λόγο οι άνθρωποι συμπεριφέρονται διαφορετικά. Η πρώτη αποτύπωση της θέσης αυτής έγινε από τον Adam Smith, μόλις το 1776 (Smith, 1999), όταν έκανε λόγο για τη διαστρέβλωση του εμπορίου από τις κρατικές παρεμβάσεις και για το «αόρατο χέρι» της οικονομίας, το οποίο ήταν σε θέση να ρυθμίζει αυτόματα, χωρίς κανόνες, την αγορά προς όφελος των συμμετεχόντων.

II.1.1. Η Μεγάλη Κρίση του 1929 ως έναυσμα

Οι πλέον εκτεταμένες προσπάθειες ρύθμισης των αγορών έγιναν στην κοιτίδα του καπιταλισμού, στις Ηνωμένες Πολιτείες, στις αρχές της δεκαετίας του 1930. Αιτία της μεταστροφής αυτής ήταν σαφώς τα αποτελέσματα της Κρίσης του 1929, η οποία υπήρξε η μεγαλύτερη δημοσιονομική κρίση του 20^{ου} αιώνα. Η ανάγκη για ρύθμιση της

κίνησης κεφαλαίων προέκυψε, καθώς παρά τη διαφωνία μεταξύ των θεωρητικών σχετικά με τα αίτια της μετάδοσης της κρίσης σε σχεδόν όλες τις εκφάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας, δύσκολα μπορεί κανείς να αρνηθεί ότι το εναρκτήριο σημείο της κατάρρευσης ήταν η «Μαύρη Πέμπτη», στις 24 Οκτωβρίου του 1929. Την ημέρα αυτή ξεκίνησε μια ραγδαία κάθοδος του δείκτη Dow Jones (11%) ή οποία περιορίστηκε προσωρινά, κατόπιν συντονισμένων κινήσεων των τραπεζών. Στις 28 και 29 του Οκτώβρη, όμως, ο δείκτης κατρακύλησε κατά 13% και 30% αντίστοιχα (Goldston, 1981). Οι όποιες προσπάθειες συγκράτησης του χρηματιστηρίου, εκ μέρους ισχυρών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων απέτυχαν και η δεκαετής ύφεση μόλις ξεκινούσε.

Το Κραχ δεν ήταν το αποτέλεσμα μιας στιγμιαίας ανωμαλίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα αίτιά του είναι πολύ βαθύτερα και ξεκινούν αρκετά νωρίτερα. Στην πραγματικότητα ήταν το σκάσιμο μιας κερδοσκοπικής φούσκας, η οποία είχε αρχίσει να αναπτύσσεται από τα τέλη του 1ου Παγκοσμίου Πολέμου.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1920 σχεδόν όλοι οι τομείς της βιομηχανίας των ΗΠΑ σημείωναν το ένα ρεκόρ μετά το άλλο. Οι επενδυτές σχεδόν μαγεμένοι από την προοπτική κερδών άρχισαν να αγοράζουν μεγάλες ποσότητες μετοχών. Πολλοί πουλούσαν ότι περιουσία είχαν ώστε να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους ή προχωρούσαν σε δανεισμό για να μπορέσουν να συμμετέχουν στο κερδοσκοπικό παιχνίδι. Κατά τα τέλη του καλοκαιριού του 1929, οι επενδυτές είχαν δανειστεί ποσά που αντιστοιχούσαν στα δύο τρίτα της αξίας των μετοχών τους (Lambert, 2008).

Το σοκ που ταρακούνησε το χρηματοπιστωτικό οικοδόμημα και οδήγησε στο σκάσιμο της φούσκας ήλθε τελικά, το ίδιο καλοκαίρι, από τον αγροτικό τομέα. Οι ιδιαίτερα καλές σοδιές είχαν σαν αποτέλεσμα την πτώση των τιμών των σιτηρών, σε τέτοιο βαθμό που δημιουργήθηκε πρόβλημα επιβίωσης των αγροτών αλλά και μια τάση για φυγή κεφαλαίων από τον τομέα αυτό. Η πρόσκαιρη αντιστροφή του κλίματος, λόγω της αύξησης της ζήτησης στον Καναδά, την Αργεντινή και την Αυστραλία τερματίστηκε γρήγορα, λόγω της ιδιαίτερα μεγάλης παραγωγής της Ευρώπης. Ακολούθησε πανικός με τις μετοχές των εταιρειών παραγωγής αγροτικών προϊόντων να πωλούνται μαζικά και σύντομα να παρασύρουν και τις υπόλοιπες (Galbraith, 2009).

II.1.2. Η απάντηση στην κρίση του 1929

Η άποψη πολλών ιστορικών είναι ότι οι ΗΠΑ εξήλθαν από την ύφεση χάρη στην κινητοποίηση της παραγωγικής τους μηχανής εν όψει του 2ου Παγκοσμίου Πολέμου (Kennedy, 1991). Ο τελευταίος έπαιξε σίγουρα μεγάλο ρόλο στη δημιουργία ζήτησης. Πριν όμως από τον πόλεμο είχε υπάρξει και μια άλλη εξέλιξη που θα διαμόρφωνε και θα προστάτευε κατά ορισμένους, την αμερικάνικη οικονομία, για μισό αιώνα περίπου. Η εξέλιξη αυτή αφορούσε στη θέσπιση κανόνων ρύθμισης των αγορών, με σκοπό να αποφευχθεί η εμφάνιση και κυρίως η διάδοση αντίστοιχων κρίσεων στο μέλλον.

Η πιο σημαντική κίνηση στον τομέα αυτό έγινε το 1933, μετά από εκτεταμένες διαπραγματεύσεις, από τον τότε πρόεδρο των ΗΠΑ, Franklin Roosevelt, και ήταν η θέσπιση του Banking Act, ή όπως είναι ευρύτερα γνωστό Glass-Steagall Act, από τα ονόματα των εισηγητών του νομοσχεδίου. Ο συγκεκριμένος νόμος θέσπιζε κατ' αρχάς τη δημιουργία του Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), το οποίο θα ασφάλιζε τις καταθέσεις στις τράπεζες. Αρχικά για το 1933, ορίστηκε ως προσωρινό όριο εξασφάλισης το ποσό των 2.500 δολλαρίων ανά καταθέτη. Από το 1934 και μετά θα εξασφαλιζόνταν πλήρως οι καταθέσεις μέχρι το ύψος των \$10.000 και μερικώς οι καταθέσεις που υπερέβαιναν το ποσό αυτό. Μόλις, όμως το 1935, με τον τραπεζικό νόμο της χρονιάς αυτής θα μεταβαλλόταν για άλλη μια φορά το ανωτέρω όριο, παρέχοντας ασφάλιση μόνο για καταθέσεις έως \$5.000.

Πέραν όμως της ασφάλισης των καταθέσεων, το Banking Act του 1933, προστάτευε τους πολίτες από τις διακυμάνσεις που προκαλούσαν οι κερδοσκοπικές εξάρσεις και με έναν πιο αποτελεσματικό τρόπο. Διαχώριζε τη λειτουργία των εμπορικών τραπεζών, οι οποίες χειρίζονταν τις καταθέσεις των νοικοκυριών και επιχειρήσεων, από τις επενδυτικές τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες επένδυναν με σκοπό την επίτευξη κέρδους αναλαμβάνοντας ρίσκο. Το σκεπτικό πίσω από την ενέργεια αυτή ήταν απλό, οι πρώτες έπρεπε να προστατευτούν ενώ οι δεύτερες όχι (Johnson & Kwak, 2010).

Οι εμπορικές τράπεζες προστατεύονταν, καθώς έπαιναν να είναι εκτεθειμένες στους κινδύνους που δημιουργούσε η σχέση τους με τις επενδυτικές. Επιπροσθέτως προστατεύονταν και από ενδεχόμενη δημιουργία πανικού και τάσης υπερβολικών αναλήψεων μέσω της ασφάλειας που τους παρείχε το FDIC. Η ασφάλεια αυτή βέβαια είχε σαν κόστος την επιβολή ομοσπονδιακών ρυθμίσεων στη λειτουργία των τραπεζών

αυτών. Το σύστημα αυτό παροχής ασφάλειας με αντάλλαγμα την αποδοχή ρυθμίσεων υπήρξε η βάση για μισό αιώνα σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ (Johnson & Kwak, 2010).

Επιπροσθέτως, ο «Κανόνας Q», του Banking Act του 1933, επέτρεπε στην FED να επιβάλει ταβάνι στα επιτόκια των λογαριασμών καταθέσεων. Έτσι περιοριζόταν ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, καθώς δεν υπήρχε το κίνητρο του καλύτερου επιτοκίου στην προσέλκυση πελατών. Ταυτόχρονα όμως περιοριζόντουσαν και οι επικίνδυνες κινήσεις εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και εξασφαλιζόταν υπέρ τους ένα σταθερό και φθινό εισόδημα, καθώς τα επιτόκια δανεισμού, έστω και με τον περιορισμό του ύψους τους, ήταν υψηλότερα από τα επιτόκια καταθέσεων. Άλλες ρυθμίσεις αφορούσαν στον περιορισμό της επέκτασης των τραπεζών πέραν των ορίων μίας πολιτείας.

Οι εμπορικές τράπεζες δεν ήταν οι μόνες στις οποίες επιβλήθηκαν νέες ρυθμίσεις. Και οι επενδυτικές τράπεζες έγιναν αποδέκτες τέτοιων ρυθμίσεων, όπως για παράδειγμα η απαγόρευση να δέχονται καταθέσεις και επιπροσθέτως τέθηκαν υπό την εποπτεία της Securities and Exchange Commission (SEC). Το θεσμικό αυτό πλαίσιο, όμως, δεν στόχευε στην βιωσιμότητα των τραπεζών αυτών ούτε στην εξασφάλιση της σταθερότητάς τους. Αντίθετα ασχολούνταν με την διαφάνεια και την πρόληψη απάτης, ώστε να μην είναι εφικτό να εκμεταλλεύονται οι επενδυτικές τράπεζες τους πελάτες τους (Johnson & Kwak, 2010).

Μία φαινομενικά αρνητική συνέπεια των ρυθμίσεων αυτών ήταν η αύξηση της μόχλευσης των τραπεζών. Η αύξηση αυτή ήλθε ως συνέπεια ανεπίσημων συνεργασιών μεταξύ των τραπεζών αλλά και της αίσθησης ασφάλειας που παρείχε η λειτουργία του FDIC. Παρά το γεγονός αυτό, όμως, η περίοδος μέχρι την δεκαετία του 1970 υπήρξε, όπως είπαμε, η πιο σταθερή για το αμερικάνικο τραπεζικό σύστημα. Αυτό οφείλεται σύμφωνα με ορισμένους μελετητές στο ότι η υψηλή μόχλευση δεν εγκυμονεί μεγάλους κινδύνους σε ένα στενά ρυθμιζόμενο σύστημα (Goodhart & Tsomokos, 2012). Η κατάσταση όμως άλλαξε και η μόχλευση έγινε πρόβλημα, όταν η απορρύθμιση του τραπεζικού συστήματος έγινε η επικρατούσα τάση.

Το Banking Act του 1933 έθετε φρένο στις κερδοσκοπικές κινήσεις όχι μόνο μέσω του διαχωρισμού επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών, αλλά και μέσω της εποπτείας των δανείων. Έτσι η FED θα παρακολουθούσε την εκχώρηση δανείων και την

πραγματοποίηση επενδύσεων, ώστε να διασφαλίσει ότι δεν θα υπήρχε αθέμιτη χρήση της τραπεζικής πίστης με σκοπό την κερδοσκοπική αγοραπωλησία ή κατακράτηση τίτλων, αγαθών ή ακινήτων. Στο Τμήμα 11 του νομοθετήματος, διατυπώνεται η απαγόρευση προς τις τράπεζες να δανείζουν σε χρηματομεσίτες, ώστε να μην λειτουργούν ως μεσάζοντες για παράγοντες που δεν ανήκουν στο τραπεζικό σύστημα. Στο Τμήμα 7, δε, θεσπίζεται περιορισμός στον αριθμό των ασφαλισμένων σε ομόλογα ή μετοχές, δανείων που μπορούσε να συνάψει μια τράπεζα (FED, 1933) .

Τέλος, εκτός από το Banking Act, το 1933 πέρασε από το αμερικάνικο Κογκρέσο και το Securities Act. Μέσω του τελευταίου ρυθμιζόνταν σε ομοσπονδιακό επίπεδο η αγορά τίτλων, η οποία μέχρι τότε ρυθμιζόταν σε πολιτειακό επίπεδο μέσω των blue sky laws¹. Σε αντίθεση με τους τελευταίους, το Securities Act, δεν καθιστούσε παράνομη την πώληση μιας κακής επένδυσης, θέσπιζε όμως την υποχρέωση πλήρους διαφάνειας ώστε οι συναλλασσόμενοι να έχουν γνώση όλων των παραμέτρων και να αποκλείεται η περίπτωση εξαπάτησης του αγοραστή. Σε περίπτωση που τα στοιχεία που δίδονταν από τον πωλητή ή τους εγγυητές ήταν ανακριβή, προβλέπονταν σοβαρές κυρώσεις. Ο έλεγχος της αγοράς τίτλων τέθηκε το 1934 υπό την επίβλεψη της SEC.

II.1.3. Το σύστημα Bretton- Woods (1944- 1971)

Η λήξη του 2ου Παγκοσμίου Πολέμου υπήρξε σημείο σταθμός στην ιστορία για λόγους όπως η ανάδειξη των δύο υπερδυνάμεων και του διπολισμού και ο τερματισμός της ύφεσης που είχε προκαλέσει η κρίση του 1929 . Μεταξύ αυτών συγκαταλέγεται και η δημιουργία του συστήματος Breton Woods, το οποίο θα όριζε την παγκόσμια οικονομία (τουλάχιστον του δυτικού κόσμου) μέχρι την εγκατάλειψή του από τις ΗΠΑ, στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Το σύστημα αυτό βασιζόταν κυρίως στο κλείδωμα των συναλλαγματικών ισοτιμιών των κρατών και στην φιλελευθεροποίηση του εμπορίου (Gilpin, 2002α). Αν κάποιο κράτος επιθυμούσε να μεταβάλλει την ισοτιμία του νομίσματός του θα έπρεπε πρώτα να διαβουλευτεί με το ΔΝΤ.

Αξιοσημείωτο είναι ότι ενώ προβλεπόταν φιλελευθεροποίηση όλων των συναλλαγών που εμπίπτουν στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, στο ζήτημα της κίνησης

¹ Οι blue sky laws αναφέρονται σε νόμους που ρυθμίζουν την προσφορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών τίτλων στην αγορά των ΗΠΑ, ώστε να προστατευτούν οι καταναλωτές από ενδεχόμενη απάτη. Οι νόμοι αυτοί θεσπίζονται σε επίπεδο Πολιτείας και συνεπώς δεν ταυτίζονται πάντα ως προς το περιεχόμενό τους.

κεφαλαίων φάνηκε να υπάρχει μια διαφοροποίηση. Ο έλεγχος της κίνησης των κεφαλαίων αποτελούσε σημαντική παράμετρο του οικοδομήματος. Μάλιστα όταν στο πλαίσιο της προστασίας του διαμορφωμένου νομισματικού συστήματος δημιουργήθηκε το ΔΝΤ, το οποίο θα παρείχε πιστώσεις στα κράτη που είχαν σχετική ανάγκη, ο έλεγχος αυτός συμπεριλήφθηκε μεταξύ των βασικών στοιχείων πολιτικής του οργανισμού αυτού (Ρουμελιώτης, 2002).

Βέβαια, το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είχε δημιουργηθεί με σκοπό την αποφυγή δημιουργίας πολιτικών προστασίας της εγχώριας βιομηχανίας σε βάρος άλλων χωρών (Gilpin, 2002β). Πέραν όμως αυτού προσέφερε και μια επιπρόσθετη μορφή προστασίας: δεν άφηνε περιθώρια για ανάπτυξη κερδοσκοπικών παιγνίων εις βάρος των εθνικών νομισμάτων και της ισοτιμίας τους. Έτσι από τη στιγμή που οι κερδοσκόποι δεν μπορούσαν να καθορίσουν, μέσω κινήσεων στις αγορές νομισμάτων, την αξία των τελευταίων εξαλειφόταν ο κίνδυνος δημιουργίας συναλλαγματικών κρίσεων λόγω κερδοσκοπίας. Βέβαια αυτό δεν σήμαινε την εξάλειψη όλων των συναλλαγματικών κρίσεων, καθώς αυτές μπορούσαν να προκληθούν από τις νομισματικές πολιτικές των κρατών. Άλλωστε γι' αυτό υπήρξε και η ανάγκη ίδρυσης του ΔΝΤ.

Ήταν τελικά η οικονομική πολιτική της δεκαετίας του 1960, στις ΗΠΑ, που οδήγησε και στην κατάρρευση του όλου οικοδομήματος. Συγκεκριμένα οι κυβερνήσεις Johnson και Nixon, αρνήθηκαν να αυξήσουν την φορολογία για να χρηματοδοτήσουν τόσο το κόστος του πολέμου στο Βιετνάμ όσο και προγράμματα κοινωνικής πολιτικής. Αντίθετα στράφηκαν σε πληθωριστικές μακροοικονομικές πολιτικές. Το αποτέλεσμα ήταν να πληγεί η θέση του δολαρίου και να γίνει στόχος κερδοσκοπικών επιθέσεων. Η κατάσταση αυτή οδήγησε στην υποτίμηση του, τον Αύγουστο του 1971 και στην έξοδο των ΗΠΑ από το σύστημα του Bretton Woods. Η αδυναμία για τη διαμόρφωση μιας νέας συμφωνίας σταθερών ισοτιμιών οδήγησε στην υιοθέτηση του «μη συστήματος» των ελαστικών ισοτιμιών (Gilpin, 2002β).

II.1.4. Πορεία προς την απορρύθμιση

Οι αποτυχίες της κυβερνητικής πολιτικής που περιγράφηκαν σε συνδυασμό με έναν πληθωρισμό, ο οποίος είχε ήδη διογκωθεί από τις προηγούμενες δεκαετίες διαρκούς ανάπτυξης, οδήγησαν κατά τις αρχές της δεκαετίας του 1970 στην εμφάνιση ενός νέου φαινομένου, του στάσιμο-πληθωρισμού (Gilpin, 2002α). Επρόκειτο για μια πρωτοφανή

κατάσταση, όπου δύο θεωρητικά αντιφατικές καταστάσεις, δηλαδή η ύπαρξη υψηλού πληθωρισμού και αυξημένης ανεργίας, εμφανίζονταν ταυτόχρονα. Το κλίμα άρχισε να μεταστρέφεται και κάθε μορφής κρατική παρέμβαση ή ρύθμιση να φαντάζει ως αντιπαραγωγική.

Παράλληλα εμφανίζονταν κατά την εποχή αυτή, νέοι τύποι τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και ταυτόχρονα η κερδοφορία των τραπεζών, ιδιαίτερα δε των επενδυτικών, αύξανε ταχύτατα. Η ομοσπονδιακή κυβέρνηση εντυπωσιασμένη από τα θαυμαστά αποτελέσματα του χρηματοπιστωτικού τομέα θεώρησε ότι έπρεπε να άρει τους περιορισμούς των ρυθμίσεων. Έτσι τα εργαλεία που άλλοτε διασφάλιζαν τη σταθερότητα του συστήματος, πλέον θεωρούνταν απαρχαιωμένα (Johnson & Kwak, 2010).

Το πρώτο βήμα στον μακρύ δρόμο της απορρύθμισης έγινε το 1975 όταν η SEC αποφάσισε την κατάργηση των σταθερών προμηθειών των χρηματιστών της Wall Street. Η κίνηση αυτή είχε σαν αποτέλεσμα το άνοιγμα της αγοράς και την δημιουργία ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματιστών. Επιπροσθέτως, επέτρεπε τη λήψη χαμηλότερης προμήθειας για μεγάλες κινήσεις και ως εκ τούτου έκανε πιο εύκολη και ανέξοδη την κίνηση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου οδηγώντας σε αύξηση του όγκου των συναλλαγών (Johnson & Kwak, 2010).

Το 1980, επί προεδρίας Carter, εισήχθη το Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, το οποίο αν και εισήγαγε ορισμένες προστατευτικές ρυθμίσεις, όπως η αύξηση του ορίου εξασφαλισμένων καταθέσεων, από τις \$40.000 στις \$100.000, παράλληλα θέσπιζε και κανόνες απορρύθμισης του τραπεζικού τομέα. Πιο συγκεκριμένα, κατήργησε τη δυνατότητα θέσπισης ανώτατων ορίων στα επιτόκια καταθέσεων, η οποία ίσχυε από το 1933 με τον «Κανόνα Q», του Banking Act. Επέτρεπε σε πιστωτικές ενώσεις και συνεταιριστικές τράπεζες (savings and loans) να διαθέτουν τρεχούμενους λογαριασμούς καθώς και την διάθεση λογαριασμών όψεως σε όλη την επικράτεια. Επέτρεπε, επίσης σε αντίθεση με τον «Κανόνα Q», να ορίζουν τα πιστωτικά ιδρύματα ελεύθερα τα επιτόκια δανεισμού (Gilbert, 1986).

Η απορρύθμιση συνεχίστηκε και κατά την προεδρία του Ronald Reagan, ο οποίος άλλωστε υπήρξε υπέρμαχος της νέο- φιλελεύθερης οικονομικής πολιτικής. Μία από τις πρώτες κινήσεις του, μόλις το 1981, ήταν να μειώσει την φορολόγηση στα κέρδη από κεφάλαια στο 20% αν και αργότερα την εξίσωσε με τη φορολογία εισοδήματος στο

28% (Konieniewski, 2012). Το 1982 εισήγαγε το Garn- St. Germain Depository Institutions Act, με το οποίο επεκτεινόταν η απορρύθμιση των συνεταιριστικών τραπεζών, στις οποίες θα επιτρεπόταν ο εταιρικός δανεισμός και η επένδυση σε εταιρικά ομόλογα, ακόμα και χαμηλής εξασφάλισης (Johnson & Kwak, 2010). Επιπροσθέτως επιτρεπόταν και στις πολιτειακές τράπεζες να παρέχουν κυμαινόμενα επιτόκια σε ενυπόθηκα δάνεια.

Την ίδια χρονιά, το Γραφείο του Ελεγκτή του Νομίσματος (Office of the Comptroller of the Currency) ήρε όλους τους περιορισμούς στο ποσοστό δανείου προς αξία ακινήτου, στις προθεσμίες αποπληρωμής και στα προγράμματα απόσβεσης. Το ίδιο νομοσχέδιο επέτρεπε την συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων ανεξαρτήτως μορφής ακόμα και πέρα από τα σύνορα των πολιτειών (Markham, 2001) καθώς και την τοποθέτηση στοιχείων ακίνητης περιουσίας σε καταπιστεύματα (trusts), χωρίς όμως να ενεργοποιείται η ρήτρα due- on- sale, σύμφωνα με την οποία μπορούσε ο δανειστής να κάνει πλήρως απαιτητό δάνειο που είχε δοθεί για την απόκτηση των στοιχείων αυτών.

Με το Secondary Mortgage Market Enhancement Act, του 1984 άρθηκαν οι φορολογικοί και νομικοί περιορισμοί, που εμπόδιζαν την ανάπτυξη της σχετικά νέας αγοράς τιτλοποιημένων δανείων. Το σκεπτικό ήταν να συγκεντρώνεται ένας αριθμός δανείων, τα οποία θα τιτλοποιούνταν και θα πωλούνταν σε επενδυτές, κατατεταγμένα, ανάλογα με το επίπεδο ρίσκου. Με αυτόν τον τρόπο οι τράπεζες μεταβίβαζαν το ρίσκο στους επενδυτές και ταυτόχρονα κέρδιζαν πολλά εκατομμύρια από την πώληση των προϊόντων αυτών. Όταν το 1986 ψηφίστηκε το Tax Reform Act, η δευτερογενής αγορά τιτλοποιημένων προϊόντων έγινε ακόμα πιο ελκυστική, λόγω των φορολογικών κινήτρων που δημιουργούσαν τα νεοϊδρυθέντα Real Estate Mortgage Investment Conduits (Johnson & Kwak, 2010).

Το έργο της απορρύθμισης του χρηματοπιστωτικού τομέα δεν ολοκληρώθηκε κατά την διάρκεια της προεδρίας του Reagan, κυρίως λόγω της αντίστασης του Δημοκρατικού Κόμματος στην Βουλή των Αντιπροσώπων. Παρ' όλα αυτά, καθώς ο νέο-φιλελευθερισμός είχε καθιερωθεί τόσο στην ακαδημαϊκή όσο και στην πολιτική σκέψη της εποχής, δεν έγινε και καμία προσπάθεια ρύθμισης νέων μορφών χρηματοπιστωτικών προϊόντων, όπως ήταν τα παράγωγα και τα ασφάλιστρα κινδύνου. Ο συνδυασμός απορρύθμισης και μη ρύθμισης διαμόρφωσε ένα περιβάλλον σχεδόν απόλυτης ελευθερίας ή ασυδοσίας, ανάλογα με την οπτική του καθενός, για το

χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η πτώση του Κομμουνιστικού μπλοκ και η γενικότερη οικονομική ανάπτυξη των αρχών της δεκαετίας του 1990, δημιούργησαν συνθήκες ευφορίας, εντός των οποίων ήταν πολύ δύσκολο να αμφισβητηθεί το κυρίαρχο υπόδειγμα.

Σε αυτό το πλαίσιο δεν πρέπει να μας προκαλεί μεγάλη έκπληξη το γεγονός ότι η πλήρης κατάργηση του Banking Act του 1933 ήλθε από το κόμμα των Δημοκρατικών, που είχαν εμποδίσει τον Reagan να κάνει κάτι τέτοιο, παλαιότερα. Έτσι το 1999 εισήχθη από την κυβέρνηση Clinton το Financial Services Modernization Act ή αλλιώς Gramm-Leach-Bliley Act, από τα ονόματα των εισηγητών του. Ο νόμος αυτός αφορούσε κυρίως σε ζητήματα που είχαν να κάνουν με τα προσωπικά στοιχεία των πελατών των τραπεζών και τη χρήση τους. Μέσα στις διατάξεις του, όμως, υπήρχε και η κατάργηση της καρδιάς του Banking Act του 1933, δηλαδή του διαχωρισμού των εμπορικών από τις επενδυτικές τράπεζες. Έτσι μπορούσαν και νόμιμα πλέον να συγχωνεύονται εμπορικές τράπεζες με ασφαλιστικές εταιρείες και επενδυτικές τράπεζες ή να παρέχει ένα ίδρυμα όλες τις ανωτέρω υπηρεσίες.

Όσοι ασκούν κριτική στην πολιτική της απορρύθμισης θεωρούν ότι η πορεία που περιγράφηκε ανωτέρω με αποκορύφωμα το Gramm-Leach-Bliley Act, οδήγησε στην κρίση των sub-primes του 2007, η οποία εξελίχθηκε στην μεγαλύτερη οικονομική κρίση της νεότερης ιστορίας (Krugman, 2012). Η ασυδοσία του τραπεζικού συστήματος θεωρείται υπεύθυνη για τη δημιουργία της κρίσης και η έλλειψη κανόνων στις αγορές κεφαλαίων διευκόλυναν τη διάδοσή της.

II.2. Το ιστορικό της κρίσης των sub-primes

Η κρίση του αμερικάνικου χρηματοπιστωτικού συστήματος του 2007-2009 πήρε το όνομά της από ένα συγκεκριμένο τύπο δανείων, τα λεγόμενα sub-primes. Τα τελευταία είναι επισφαλή στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά με ευνοϊκό επιτόκιο για τα πρώτα δύο χρόνια του δανείου (Ρουμελιώτης, 2009). Γιατί όμως υπήρχε τέτοια έξαρση στην αγορά ακινήτων πριν την κρίση, τη στιγμή που σε άλλα κράτη του Δυτικού Κόσμου η ιδιοκτησία κατοικίας δεν θεωρείται τόσο σημαντική; Ως προς το τελευταίο είναι ενδεικτική η δήλωση της Καγκελαρίου της Γερμανίας, ότι μόλις το 44% των Γερμανών είναι ιδιοκτήτες των κατοικιών τους (Spiegel Online International, 19.03.2013). Τα μακροοικονομικά αίτια της έξαρσης θα αναλυθούν κατωτέρω. Εδώ αξίζει να σημειώσουμε δύο άλλους παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν την συμπεριφορά των

αμερικανών πολιτών. Αρχικά οι ΗΠΑ δεν έχουν ένα τόσο αναπτυγμένο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, όπως για παράδειγμα η Γερμανία, συνεπώς η ιδιοκτησία αποτελεί ένα μέσο εξασφάλισης ή και χρηματοδότησης των αναγκών των πολιτών, όταν χρησιμοποιείται ως εγγύηση για τη λήψη δανείου.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι βαθύτατα ψυχολογικός και σχετίζεται με την εικόνα της αμερικάνικης κοινωνίας, όπως την αντιλαμβάνονται οι πολίτες. Κεντρική θέση στη συνείδησή τους έχει η έννοια του «Αμερικάνικου Ονείρου». Αυτό βασίζεται σε τέσσερις πυλώνες: την αφθονία, την ίση πρόσβαση στα αγαθά, την ελευθερία της επιλογής και την καινοτομία. Στα ανωτέρω δεν άργησε να προστεθεί, κυρίως μέσω του πολιτικού λόγου, και η έννοια της ιδιοκτησίας, η οποία χρησιμοποιείται ως δείκτης επίτευξης της ευημερίας. Η ιδιοκτησία, άλλωστε, αποτελεί και το συμβολικό σύνορο μεταξύ της μεσαίας και της κατώτερης τάξης (Rohe & Watson, 2007).

Αντιλαμβανόμαστε συνεπώς ότι, σε ψυχολογικό επίπεδο, το πεδίο ήταν έτοιμο για την έξαρση στην αγορά ακινήτων. Το μόνο που χρειαζόταν ήταν οι κατάλληλες οικονομικές συνθήκες καθώς και τα κατάλληλα εργαλεία χρηματοδότησης.

II.2.1. Το μακροοικονομικό υπόβαθρο της κρίσης

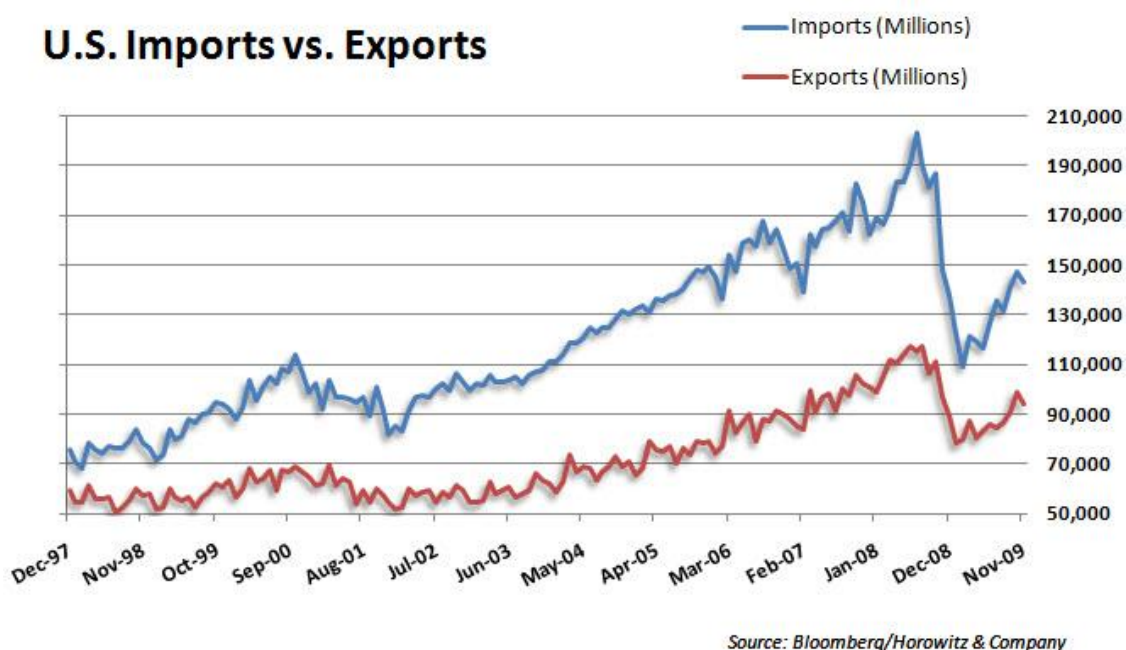
Ήδη από τη δεκαετία του 1990 πολλές εταιρείες παραγωγής προϊόντων εντάσεως εργασίας είχαν αρχίσει να μεταφέρουν την παραγωγή τους σε αναπτυσσόμενες χώρες, όπως η Κίνα και η Ινδία, όπου το κόστος εργασίας ήταν πολύ χαμηλότερο. Παρά τα ζητήματα που δημιουργούσε η πρακτική αυτή στον τομέα της απασχόλησης, είχε και μια θετική επίδραση: λειτουργούσε αποπληθωριστικά. Συνεπώς, οι τιμές σε βραχύβια προϊόντα ευρείας κατανάλωσης άρχισαν να πέφτουν. Η κατάσταση αυτή οδήγησε σε αύξηση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών, οι οποίοι μπορούσαν να χρησιμοποιούν με άλλους τρόπους το περίσσειμα του εισοδήματός τους. Ένας δημοφιλής τρόπος ήταν η χρηματοδότηση δόσεων από καταναλωτικά και κυρίως στεγαστικά δάνεια.

Τα στεγαστικά δάνεια, όμως, δεν κατέστησαν τόσο προσφιλή μόνο εξαιτίας της ενίσχυσης της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών. Σημαντικός παράγοντας ήταν και η επίδραση του αποπληθωρισμού στα επιτόκια. Η πτώση του επιπέδου του πληθωρισμού, όπως είπαμε, σημαίνει αύξηση του διαθέσιμου χρήματος. Το χρήμα αυτό αν προέρχεται από τα νοικοκυριά θα χρησιμοποιηθεί για αποταμίευση ή κατανάλωση. Αν προέρχεται από τις επιχειρήσεις, θα διατεθεί σε επενδύσεις, κατανάλωση και ίσως

αποταμίευση. Σε κάθε περίπτωση οι δυσκολίες στην εξεύρεση χρήματος μικραίνουν και τα επιτόκια πέφτουν (McAleese, 2005). Η πτώση των επιτοκίων κάνει τον δανεισμό πιο εύκολο για μεγαλύτερο κομμάτι του πληθυσμού.

Ένας άλλος παράγοντας που ωθούσε τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα ήταν η ευκολία με την οποία μπορούν οι ΗΠΑ να αντλούν κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Αυτό συμβαίνει, κατ' αρχάς, διότι οι ΗΠΑ αποτελούν έναν από τους μεγαλύτερους εισαγωγείς προϊόντων, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 1, και συνεπώς λειτουργούσαν ως προορισμός των πλεονασμάτων της Ασίας και της Ευρώπης, τα οποία ανακυκλώνονταν (Schwartz & Seabrooke, 2009).

Διάγραμμα 1: Εισαγωγές και εξαγωγές στις ΗΠΑ 1997-2009



Σημαντική επίδραση στον παράγοντα αυτόν έχει και το ίδιο το νόμισμα των ΗΠΑ. Το δολλάριο, είναι ένα διεθνές νόμισμα στο οποίο μετρώνται οι τιμές βασικών αγαθών, όπως το πετρέλαιο. Επιπροσθέτως, παρά την φαινομενική άνοδο άλλων δυνάμεων στο διεθνές στερέωμα κατά τα τελευταία χρόνια (Ρουμελιώτης, 2009), οι ΗΠΑ εξακολουθούν να παραμένουν η μοναδική υπερδύναμη. Η γεωπολιτική και στρατιωτική τους ισχύ εξασφαλίζει την ηγεμονία τους και λειτουργεί ως εχέγγυο σταθερότητας σε όλα τα επίπεδα (Mearsheimer, 2006). Έτσι ακόμα και σε περιόδους, που οι ΗΠΑ εμφανίζουν μεγάλα ελλείμματα, τα ομολογά τους εξακολουθούν να είναι επιθυμητά από τους επενδυτές.

Τα χαμηλότοκα δάνεια προσέλκυαν μεγάλο αριθμό επίδοξων αγοραστών, ακόμα και από χαμηλότερα οικονομικά στρώματα, οι οποίοι με τη σειρά τους τροφοδότησαν την αγορά ακινήτων (Schwartz & Seabrooke, 2009). Η αξία των ακινήτων άρχισε να ανεβαίνει, δίνοντας τη δυνατότητα αναχρηματοδότησης των δανείων με νέα, υποθηκεύοντας το ίδιο ακίνητο, το οποίο όμως αποτιμούταν πλέον σε υψηλότερα επίπεδα (Ρουμελιώτης, 2009).

Τα προβλήματα εκδηλώθηκαν όταν έγιναν εμφανείς και οι αρνητικές πλευρές των ανωτέρω παραγόντων. Πιο συγκεκριμένα, η μεταφορά των επιχειρήσεων σε χώρες χαμηλού κόστους μείωνε τις τιμές αλλά και την απασχόληση στις ΗΠΑ. Αρχικά η μείωση του εισοδήματος καλύπτονταν από την πτώση των τιμών. Από τη στιγμή, όμως, που πολλοί από τους νέους δανειολήπτες ήταν χαμηλόμισθοι ανειδίκευτοι εργάτες, όταν βρέθηκαν χωρίς δουλειά δεν είχαν τρόπο να αποπληρώσουν τα δάνειά τους (Schwartz & Seabrooke, 2009). Ταυτόχρονα η πολιτική της μετεγκατάστασης των επιχειρήσεων δημιούργησε αναπτυξιακές προοπτικές στις χώρες υποδοχής και αύξηση του εισοδήματος. Σαν αποτέλεσμα επήλθαν πληθωριστικές πιέσεις, κυρίως, στις τιμές των πρώτων υλών ανατρέποντας τις τάσεις αποπληθωρισμού στις ΗΠΑ (Schwartz & Seabrooke, 2009).

Δεν θα πρέπει να παραβλέψουμε και το γεγονός ότι η αγορά ακινήτων ήταν ήδη κορεσμένη από το 2004 και οι νεοεισελθέντες δανειολήπτες, σε μεγάλο βαθμό, ήταν αυτοί που δεν θεωρούνταν αξιόπιστοι κατά το παρελθόν. Συνεπώς κατά τα δύο χρόνια πριν την κρίση ο μεγαλύτερος αριθμός στεγαστικών δανείων, αφορούσε σε δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (Schwartz & Seabrooke, 2009). Όταν οι δανειολήπτες άρχισαν να μην μπορούν να καλύψουν τις δόσεις τους, οι τράπεζες προχώρησαν σε κατασχέσεις των υποθηκευμένων κατοικιών. Δημιουργήθηκε έτσι ένα μεγάλο απόθεμα ακινήτων το οποίο, όμως παρέμενε αδιάθετο και ως εκ τούτου ωθούσε τις τιμές προς τα κάτω.

II.2.2. Τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία

Γιατί, όμως, το πρόβλημα δεν περιορίστηκε στις τράπεζες που είχαν εκδώσει τα επισφαλή δάνεια και στους δανειολήπτες που αδυνατούσαν να τα πληρώσουν; Πως μετατράπηκε μια κρίση της αγοράς ακινήτων σε διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση; Για να δώσουμε μία απάντηση θα πρέπει να εξετάσουμε τα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν και μετέδωσαν το πρόβλημα. Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω η

απορρύθμιση και η έλλειψη εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα κατέστησε πολύ εύκολη αυτή τη διαδικασία.

II.2.2.1. Δάνεια χαμηλής εξασφάλισης

Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ, όπως και αλλού, βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στα ενυπόθηκα δάνεια. Μόλις ένα πολύ μικρό ποσοστό χρηματοδοτείται με ίδια κεφάλαια (3%), ενώ το 97% της αγοράς σχετίζεται με ενυπόθηκα δάνεια (US Census Bureau, 2005). Τα δάνεια αυτά είναι συνήθως μακροπρόθεσμα, με περίοδο αποπληρωμής δεκαπέντε με τριάντα χρόνια και προβλέπουν την ύπαρξη εξασφάλισης για την τράπεζα υπό τη μορφή της υποθήκευσης ακινήτου. Το ακίνητο που χρησιμοποιείται ως εξασφάλιση μπορεί να είναι και το ίδιο, την αγορά του οποίου χρηματοδοτεί το δάνειο. Οι τράπεζες προσφέρουν μία σειρά ενυπόθηκων δανείων τα οποία διαφοροποιούνται μεταξύ τους με βάση το ύψος και τη συχνότητα των δόσεων, το ρυθμό απόσβεσης του αρχικού ποσού καθώς και τη διάρκειά τους (Chambers, Garriga & Schlagenhauf, 2008).

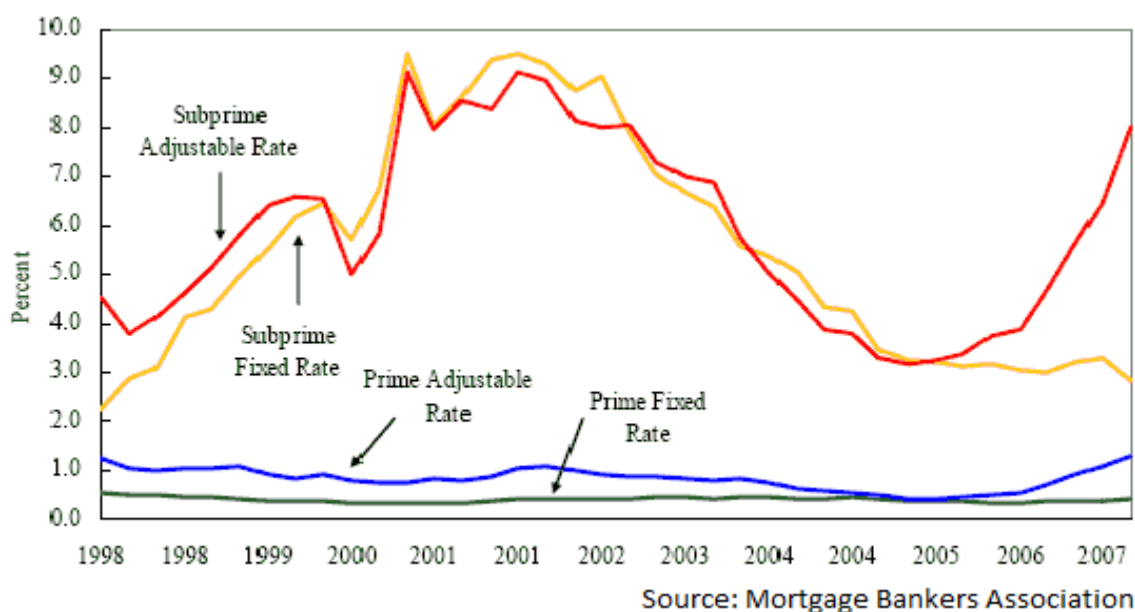
Με βάση τα ανωτέρω το δάνειο μπορεί να προϋποθέτει σταθερές πληρωμές καθ' όλη τη διάρκειά του, με συνέπεια τον πρώτο καιρό να καλύπτονται κυρίως οι τόκοι. Τονίζεται ότι αυτή είναι και η πιο διαδεδομένη μορφή. Θα μπορούσε επίσης να βασίζεται στην σταθερή απόσβεση, αλλά σε αυτή την περίπτωση θα ήταν εμπροσθοβαρές, καθώς οι αρχικές δόσεις θα ήταν επιβαρυνμένες από υψηλότερο κόστος για τόκους. Από την άλλη υπάρχουν δάνεια για τα οποία καταβάλλονται μόνο οι τόκοι για ένα διάστημα και στο τέλος γίνεται συγκεντρωτικά η απόσβεση. Μία άλλη μορφή είναι αυτή των βαθμιαίων πληρωμών, κατά την οποία οι δόσεις ξεκινούν χαμηλά για τα πρώτα έτη και αυξάνουν αργότερα. Τέλος μπορούν να υπάρξουν και συνδυασμένα δάνεια, κάθε ένα από τα οποία χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μέρους του ακινήτου, με σκοπό να αποφευχθούν τα υψηλά αρχικά έξοδα του δανείου (Chambers et al., 2008).

Το ύψος του επιτοκίου αλλά και τα αρχικά έξοδα του δανείου σχετίζονται τόσο με την γενικότερη οικονομική κατάσταση και την πολιτική της τράπεζας όσο και με το προφίλ του δανειολήπτη. Όσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο για την τράπεζα, τόσο πιο ακριβό γίνεται το δάνειο. Το ρίσκο, όμως, μπορεί να γίνει ανεκτό μέχρι ενός σημείου, πέραν του οποίου οι αιτήσεις των δανείων απορρίπτονται. Η απόφαση αυτή μπορεί να ληφθεί με βάση τα οικονομικά στοιχεία και το ιστορικό πληρωμών του αιτούντα, αλλά σε πολλές περιπτώσεις λαμβάνονται υπόψη και άλλοι παράγοντες, όπως η φυλετική ταυτότητα ή η οικογενειακή κατάσταση, δημιουργώντας συνθήκες διάκρισης (Stiglitz,

2013). Το πρόβλημα, όμως, δεν αφορά μόνο τους αιτούντες, αφορά και τις τράπεζες και τους φορείς της αγοράς ακινήτων, που χάνουν πιθανά κέρδη.

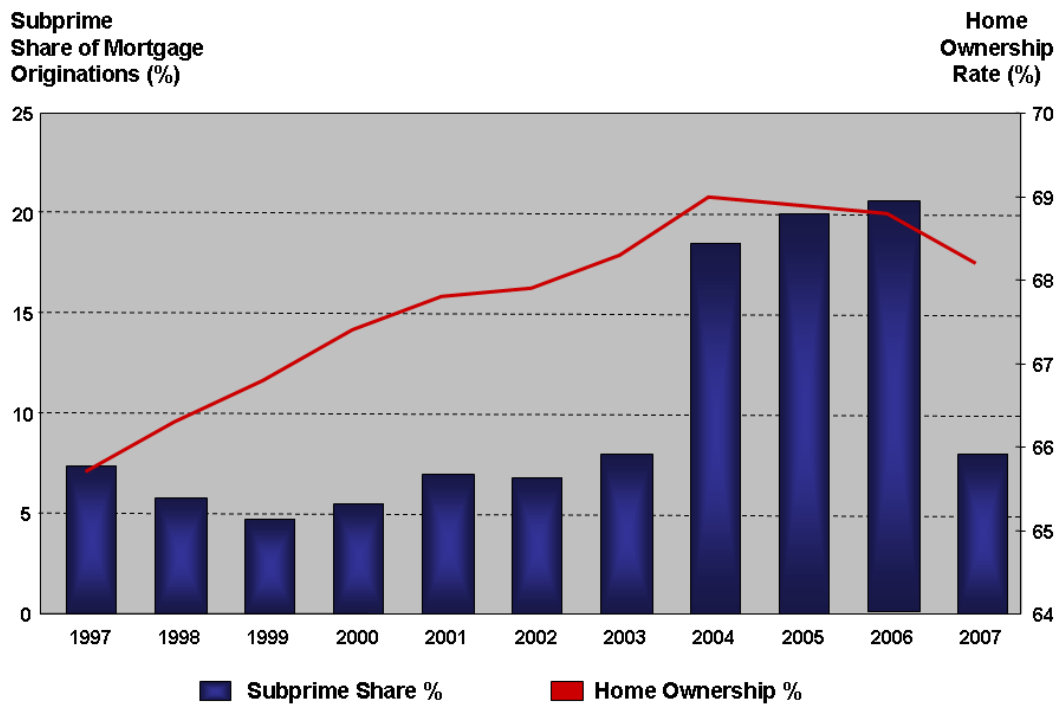
Η λύση στο πρόβλημα αυτό δίνεται μέσω της χορήγησης δανείων χαμηλής εξασφάλισης, των λεγόμενων sub-primes. Ένα δάνειο χαρακτηρίζεται ως sub-prime όταν χορηγείται σε άτομα που θα απορρίπτονταν υπό άλλες συνθήκες και με πολύ μεγαλύτερα έξοδα δανείου και επιτόκιο (Chomsisengphet & Pennington-Cross, 2008). Κόστος υπάρχει και για τις τράπεζες και αυτό εκφράζεται από το αυξημένο ρίσκο μη πληρωμής του δανείου, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 2. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα sub-primes, είχαν τη μορφή βαθμιαίων πληρωμών ή και συνδυασμένων δανείων, ώστε να δίνεται μια περίοδος χάριτος στον δανειολήπτη και να είναι πιο ελκυστικά (Ρουμελιώτης, 2009).

Διάγραμμα 2: Ποσοστά παραβατικότητας ανά είδος δανείου



Μέχρι να φτάσει η αγορά ακινήτων στο σημείο κορεσμού, που αναφέρθηκε ανωτέρω, το ποσοστό των sub-primes ήταν χαμηλό και ο κίνδυνος για τις τράπεζες μικρός. Η επιθυμία τους, όμως, να μην ανακοπεί η κερδοφορία από τα στεγαστικά δάνεια, ακόμα και αν οι φερέγγυοι δανειολήπτες ήταν πλέον λίγοι, οδήγησε τα πιστωτικά ιδρύματα στο να γιγαντώσουν το ποσοστό αυτό, το οποίο ξεπέρασε το 20% των δανείων, το 2006, τη στιγμή που το ποσοστό ιδιοκτησίας κατοικιών προσέγγιζε ήδη το 70% (διάγραμμα 3). Η επιδείνωση των οικονομικών των δανειοληπτών και η λήξη της περιόδου χάριτος κατέστησαν αδύνατη την αποπληρωμή των δανείων.

Διάγραμμα 3: Ποσοστό δανείων sub-primes και ιδιοκτησίας κατοικιών 1997-2007



Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

II.2.2.2. «Καινοτόμα» χρηματοπιστωτικά εργαλεία

Οι τράπεζες, βέβαια, γνώριζαν τον κίνδυνο που εγκυμονούσαν τα sub-primes και ως εκ τούτου έσπευσαν από νωρίς να διασφαλιστούν. Αυτό θεώρησαν ότι θα το επιτύγχαναν αν εξήγαγαν το ρίσκο, τιτλοποιώντας τα δάνεια και πουλώντας τα στις αγορές κεφαλαίου. Τα δάνεια όμως αυτά, δεν ήταν πολύ ελκυστικά προς τους επενδυτές, συνεπώς έπρεπε να βρεθεί ένας τρόπος να πωληθούν. Έτσι επιλέχθηκε να ενταχθούν σε δομημένα προϊόντα. Τα τελευταία επιτρέπουν στις τράπεζες να καθορίζουν παράγοντες όπως η ωρίμανση, το ρίσκο και οι αποδόσεις και να «κρύβουν» προϊόντα, που υπό άλλες συνθήκες θα ήταν ανεπιθύμητα. Τα δομημένα προϊόντα μπορούν να περιλαμβάνουν καθαρά παράγωγα, χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία (δάνεια, έσοδα πιστωτικών καρτών, υποθήκες κλπ) και άλλα περιουσιακά στοιχεία. Τα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία μπορούν να κατατέμνονται και τα μέρη τους να συνενώνονται σε νέους τίτλους. Οι τίτλοι αυτοί περιλαμβάνουν συνήθως ορισμένα ισχυρά στοιχεία ενεργητικού, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιούνται σαν βιτρίνα, πίσω από την οποία κρύβονται προϊόντα χαμηλής εξασφάλισης. Τα νέα προϊόντα μπορούν να προκύπτουν και από την περίπλοκη ανάμειξη παραγώγων με περιουσιακά στοιχεία (Johnson & Kwak, 2010). Η περίπλοκη φύση των προϊόντων έκανε δύσκολο για τους

επενδυτές να διακρίνουν τα περιεχόμενά τους και οι καλές αποδόσεις που έδιναν τα έκαναν ιδιαίτερα ελκυστικά.

Η κύριες μορφές δομημένων τίτλων πριν το ξέσπασμα της κρίσης ήταν τα Mortgage-Backed Securities (MBS) και τα Collateralized Debt Obligations (CDOs). Τα πρώτα αποτελούσαν συνδυασμό ενυπόθηκων δανείων, οι πληρωμές και το ρίσκο των οποίων μοιράζονταν ισόποσα στους υπάρχοντες τίτλους. Τα προϊόντα αυτά είχαν συνήθως υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση, καθώς εξοφλούνταν κατά προτεραιότητα. Θα μπορούσαν πάντως να μην κατανέμουν ισόποσα το ρίσκο και να δίδουν και αντίστοιχα διαφοροποιημένες αποδόσεις. Τα CDOs είναι αντίστοιχα προϊόντα, με τη διαφορά ότι δεν αποτελούνται από ολόκληρα ενυπόθηκα δάνεια, αλλά από κομμάτια αυτών και άλλων δανείων (πιστωτικών καρτών, καταναλωτικών, φοιτητικών κλπ). Τα CDOs μπορούσαν να δημιουργηθούν και από το συνδυασμό μεριδίων από πολλά MBS υψηλού ρίσκου. Οι νέοι τίτλοι χαρακτηρίζονταν χαμηλού ρίσκου, καθώς θεωρούνταν απίθανο εκπέσουν όλα τα MBS την ίδια χρονική περίοδο. Αξίζει να σημειωθεί ότι CDOs δημιουργούνταν και από άλλα CDOs, κάνοντας έτσι τα αρχικά δάνεια sub-primes ακόμα πιο δυσδιάκριτα (Johnson & Kwak, 2010).

Ένα ακόμα εργαλείο που χρησιμοποιήθηκε συνδυαστικά με τα ανωτέρω ήταν και τα Credit Default Swaps (CDS), τα οποία είναι ασφάλιστρα κινδύνου για τα προαναφερθέντα προϊόντα. Έτσι αν ένα CDO αδυνατούσε να αποδώσει στους επενδυτές τα προβλεπόμενα, οι τελευταίοι θα πληρώνονταν από την ασφάλεια. Η δυνατότητα ασφάλισης των δομημένων τίτλων, ενίσχυε την πιστοληπτική αξιολόγησή τους και τους έκανε πιο ελκυστικούς στους επενδυτές. Οι τίτλοι αυτοί ήταν τόσο δημοφιλείς, κυρίως λόγω των αποδόσεών τους που πολλές τράπεζες δημιουργούσαν Special Purpose Vehicles (SPVs) με σκοπό να αγοράζουν απλούς τίτλους, τους οποίους πλήρωναν με χρήματα από τις πωλήσεις δομημένων τίτλων (Johnson & Kwak, 2010).

Κάπως έτσι τα δάνεια sub-primes κατατιμήθηκαν και πουλήθηκαν σε εκατομμύρια επενδυτές. Την ίδια στιγμή εξαπλώθηκαν και στις ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες μέσω των CDS παρείχαν ασφάλιση και σε προϊόντα, τα οποία δεν θα ασφάλιζαν υπό άλλες συνθήκες. Όταν το 2004 η FED αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια από το 1 στο 5,25% εντός δύο ετών, προκάλεσε ραγδαία αύξηση του αριθμού των δανείων που δεν μπορούσαν να εξυπηρετηθούν. Το αποτέλεσμα ήταν τα δάνεια αυτά, αν και η συνολική τους αξία δεν ξεπερνούσε τα \$1.300.000.000.000, να μολύνουν ολόκληρο το

χρηματοπιστωτικό σύστημα και να κλονίσουν την εμπιστοσύνη καταθετών και επενδυτών (Ρουμελιώτης, 2009).

Π.2.3. Ο φαύλος κύκλος του πανικού

Οι πρώτοι τριγμοί της κρίσης προήλθαν από μία ευρωπαϊκή τράπεζα. Στις 9 Αυγούστου του 2007 η BNP Paribas ανακοίνωσε ότι αδυνατούσε να καθορίσει τιμή για το ενεργητικό σε ομόλογα τριών κερδοσκοπικών επενδυτικών της ταμείων και πάγωσε την απόσυρση ποσών από αυτά. Πολλές τράπεζες έσπευδαν να ρευστοποιήσουν τους τίτλους που προέρχονταν από sub-primes, καταγράφοντας έτσι μεγάλες ζημιές. Σε κάποιες περιπτώσεις δεν πλήρωναν τους ομολογιούχους μεταφέροντας σε αυτούς το κόστος. Τα διατραπεζικά επιτόκια άρχισαν να εκτινάσσονται, λόγω έλλειψης ρευστότητας και εμπιστοσύνης και η FED, καθώς και η EKT, αναγκάστηκαν να ενισχύσουν την αγορά με πιστώσεις. Παρά τις προσπάθειές τους, όμως η βρετανική Northern Rock και η αμερικάνικη Bear Stearns, πτώχευσαν (Ρουμελιώτης, 2009).

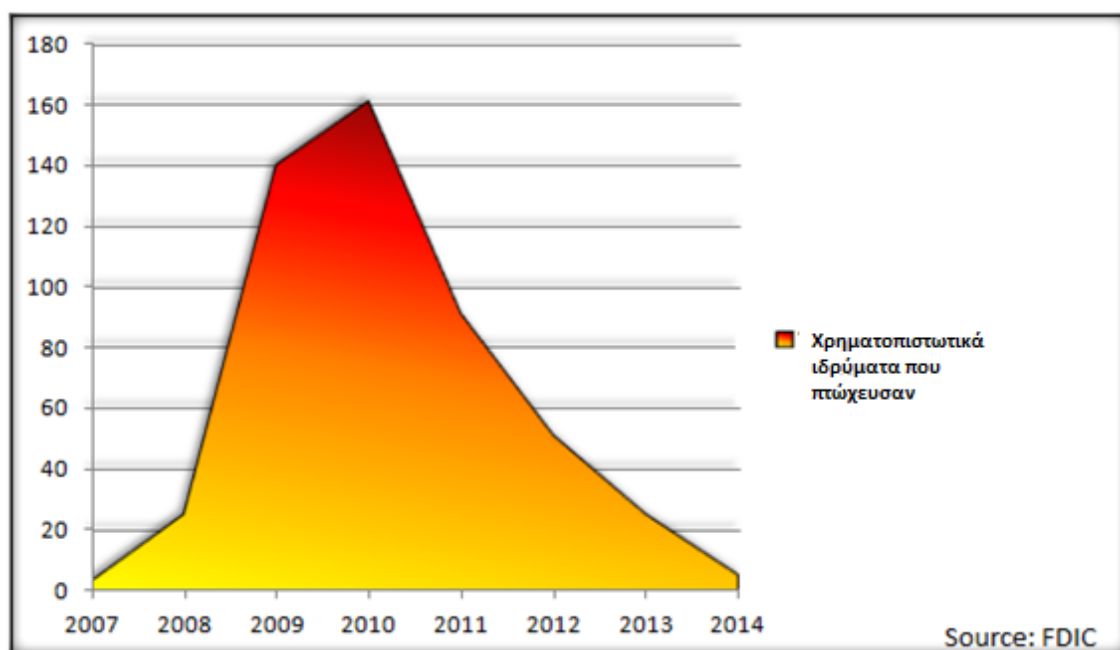
Τα νέα σχετικά με τα προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο δημιούργησαν πανικό και στους καταθέτες, με συνέπεια να σπεύδουν να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Η διπλή αυτή πίεση ήταν αδύνατο να απορροφηθεί από τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα και έτσι οι πτωχεύσεις συνεχίστηκαν, με περιπτώσεις όπως η Indy Mac, η Fannie Mae και η Freddie Mac. Οι δύο τελευταίες τέθηκαν υπό κρατικό έλεγχο σε μία προσπάθεια να μην καταρρεύσει το σύστημα. Την ίδια στιγμή μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα προχωρούσαν σε εξαγορές προβληματικών τραπεζών σε μία προσπάθεια να εκτονωθεί η ένταση, αλλά και να εκμεταλλευτούν την ευκαιρία για να μεγεθύνουν το μερίδιό τους στην αγορά (Johnson & Kwak, 2010). Μεταξύ αυτών ήταν και η Lehman Brothers, η οποία παρά το γεγονός ότι ήταν ήδη εκτεθειμένη σε επισφαλή προϊόντα προχώρησε τον Οκτώβριο του 2007, μαζί με την Tishman-Speyer στην εξαγορά της Archstone-Smith, μίας εισηγμένης εταιρείας με μεγάλο ενεργητικό σε ακίνητα. Η απόφαση αυτή ήταν ο βασικότερος παράγοντας που οδήγησε στην κατάρρευση της τράπεζας το 2008 (Pristin, 2008).

Η FED αποφάσισε να μην διασώσει την Lehman Brothers και να την αφήσει να πτωχεύσει, γεγονός που προκάλεσε σοβαρούς τριγμούς στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης το οποίο σημείωσε την μεγαλύτερη πτώση από τις επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου (Berenson, 2008). Το σοκ για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν μεγάλο και την ίδια στιγμή η ήδη κλονισμένη εμπιστοσύνη επενδυτών και καταθετών έπεφτε ακόμα πιο χαμηλά, καθώς έβλεπαν μία τράπεζα που χαρακτηριζόταν ως Too

Big To Fail (TBTF) να αφήνεται να πτωχεύσει. Η αξία των μετοχών των αμερικανικών τραπεζών μειώθηκε κατά 45% μέχρι τον Αύγουστο του 2008 (Ρουμελιώτης, 2009).

Ο φαύλος κύκλος του πανικού εντάθηκε. Οι δανειολήπτες έβλεπαν τις τιμές των ακινήτων να καταποντίζονται, οι τράπεζες δεν μπορούσαν να καλύψουν τις ζημιές τους ούτε με κατασχέσεις, η εμπιστοσύνη είχε κλονιστεί, οι καταθέτες έσπευδαν να αποσύρουν τα χρήματά τους, οι επενδυτές μείωναν τις επενδύσεις τους ή είχαν να αντιμετωπίσουν δικές τους ζημιές και το ένα μετά το άλλο τα πιστωτικά ιδρύματα πτώχευαν. Από το 2007 μέχρι και σήμερα, μόνο στις ΗΠΑ, έχουν πτωχεύσει 508 πιστωτικά ιδρύματα, όπως αποτυπώνεται στο διάγραμμα 4 (FDIC, 2014).

Διάγραμμα 4: Αμερικάνικα πιστωτικά ιδρύματα που πτώχευσαν 2007-2014

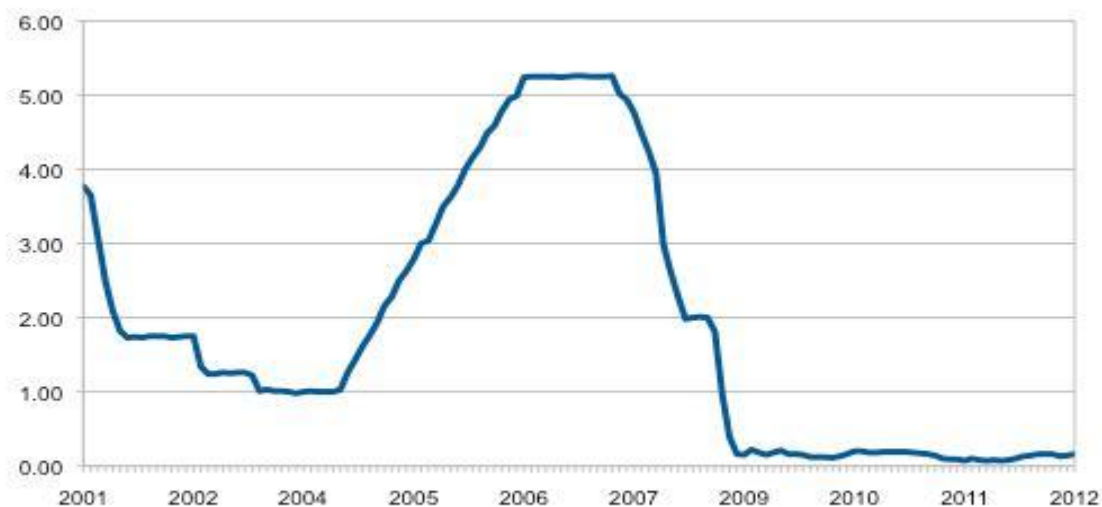


II.2.4. Η αντιμετώπιση της κρίσης

Η πρώτη αντίδραση της FED, ήδη από το 2007, ήταν να μειώσει δραστικά τα επιτόκια της, για πρώτη φορά μετά από την απότομη αύξησή τους το 2004. Μέχρι το 2008 το επιτόκιο είχε πέσει από 5,25% σε 2% και μέχρι το 2009 σε λιγότερο από 0,5% (διάγραμμα 5). Η κίνηση αυτή αποσκοπούσε στην παροχή ρευστότητας στην αγορά, κάνοντας τον δανεισμό φθηνότερο. Το πρόβλημα ήταν ότι και οι τράπεζες είχαν ανάγκη τη ρευστότητα, όμως απέφευγαν τον απευθείας δανεισμό από την FED, διότι φοβόντουσαν τον αντίκτυπο στη φήμη τους. Η λύση δόθηκε στα τέλη του 2007 όταν η

τελευταία δημιούργησε το Term Auction Facility (TAF), μέσω του οποίου οι τράπεζες μπορούσαν να αντλούν κεφάλαια ισομερώς και με μυστικότητα (Mizen, 2008).

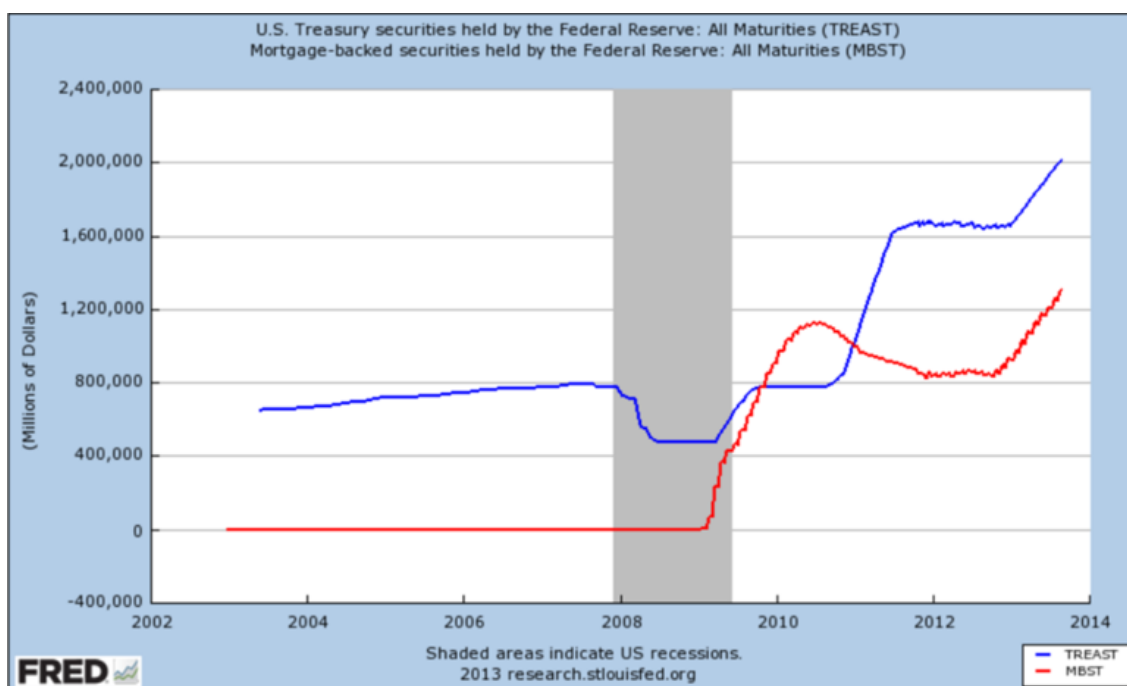
Διάγραμμα 5: Επιτόκια της FED 2001-2012



Sources: The Federal Reserve

Παράλληλα η FED επενέβη και έμμεσα στις αγορές εφαρμόζοντας μία πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης. Συγκεκριμένα άρχισε να αγοράζει στοιχεία του ενεργητικού χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, έτσι ώστε να αυξήσει τις τιμές τους και να ρίξει τις αποδόσεις τους. Με αυτόν τον τρόπο παρείχε ρευστότητα στα ιδρύματα αυτά και ενίσχυε την αξιοπιστία τους στις αγορές. Στο διάγραμμα 6 αποτυπώνεται η αύξηση της διακράτησης τίτλων MBS από την FED, κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η πολιτική αυτή και η πολιτική μείωσης των επιτοκίων, συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια και μόλις στο τέλος του 2013 άρχισε να γίνεται λόγος για αλλαγή της (FED, 2013).

Διάγραμμα 6: Αξία τίτλων που διακρατεί η FED



Καθώς όμως η τόνωση της ρευστότητας δεν επαρκούσε για να ομαλοποιηθεί η αμερικάνικη οικονομία, η κυβέρνηση των ΗΠΑ προχώρησε και σε μία σειρά άλλων ενεργειών. Αρχικά πολλά πιστωτικά ιδρύματα, ιδίως μεσαίου μεγέθους, όπως η Fannie Mae και η Freddie Mac, κρατικοποιήθηκαν και έτσι διασώθηκαν από τη διαδικασία της χρεοκοπίας που θα δημιουργούσε νέα προβλήματα (Ρουμελιώτης, 2009). Είναι προφανές ότι τα πιστωτικά ιδρύματα που επιλέχθηκαν είχαν κάποιο κομβικό ρόλο στο σύστημα και γι' αυτό η κατάρρευσή τους δεν μπορούσε να επιτραπεί. Σε ότι αφορά στις μεγάλες τράπεζες όμως ακολουθήθηκε άλλη τακτική. Έτσι στις 13 Οκτωβρίου του 2008 κλήθηκαν οι επικεφαλής των εννέα μεγαλύτερων τραπεζών των ΗΠΑ², στο Υπουργείο Οικονομικών, όπου ο τότε Υπουργός Henry Paulson, τους ζήτησε να υπογράψουν μία συμφωνία πώλησης μετοχών τους προς την κυβέρνηση, με αντάλλαγμα τα χρήματα που θα δίδονταν για τη στήριξή τους (Johnson & Kwak, 2010).

Η συμφωνία προέβλεπε ότι η κυβέρνηση θα λάμβανε προνομιούχες μετοχές, και ως εκ τούτου δεν θα μπορούσε να έχει λόγο σε διοικητικά θέματα των τραπεζών. Το επιτόκιο που προέκυπτε από αυτόν τον ιδιαίτερο δανεισμό ήταν της τάξης του 5%, το οποίο δεν θα μπορούσαν τότε οι τράπεζες να το βρουν στις αγορές και η εξόφλησή του αφηνόταν

² Bank of America, Bank of New York Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Morgan Stanley, State Street, Wells Fargo.

στην ευχέρεια τους. Οι τράπεζες κλήθηκαν να δεχτούν και μία σειρά ρυθμίσεων στη λειτουργία τους, οι οποίες θεσπίστηκαν μέσω του Dodd-Frank Act, μεταξύ των οποίων η εποπτεία της λειτουργίας τους και η πλήρης ενημέρωση των καταναλωτών σχετικά με τη μορφή και τους κινδύνους των χρηματοπιστωτικών προϊόντων (Johnson & Kwak, 2010).

Σήμερα η αμερικάνικη οικονομία έχει ανακάμψει, χωρίς όμως να έχει επανέλθει στα προ κρίσης επίπεδα (FED, 2013). Ταυτόχρονα, όμως, αρκετοί μελετητές, διαπιστώνουν ότι σε μεγάλο βαθμό τα μέτρα που πάρθηκαν εις βάρος των τραπεζών ήταν επιφανειακά³ και δεν αντιμετώπιζαν σοβαρούς παράγοντες που επέδρασαν στην κρίση όπως το ύψος των αμοιβών των στελεχών τους (Johnson & Kwak, 2010). Τέλος, δεν έγινε καμία ουσιαστική κίνηση για τη ρύθμιση του σκιάδους τραπεζικού συστήματος⁴. Προσπάθειες ως προς το τελευταίο, βέβαια, γίνονται στα πλαίσια της λειτουργίας άτυπων διακυβερνητικών θεσμών, όπως το G20 και το Financial Stability Board (FSB) (Γκόρτσος, 2011).

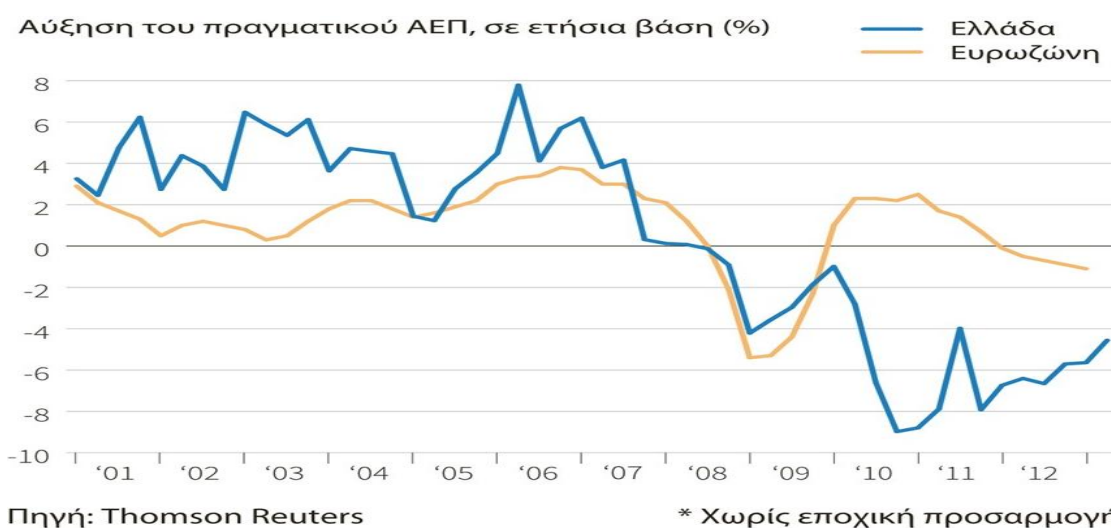
³ Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ δεν μπορούσε να έχει λόγο στην επιλογή των τραπεζικών στελεχών, των τραπεζών των οποίων διέσωζε, εκτός αν οι τελευταίες αποτύγχαναν να μοιράσουν μέρισμα για έξι συνεχόμενες φορές.

⁴ Σύμφωνα με τον Ben Bernanke, αποτελείται από θεσμούς και αγορές που διεξάγουν παραδοσιακές τραπεζικές λειτουργίες, εκτός ή με χαλαρή σύνδεση με το σύστημα των ρυθμισμένων χρηματοπιστωτικών θεσμών (Bernanke, 2012).

III. Η ελληνική κρίση χρέους του 2009

Η εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα απέκλινε σε σχέση με την κρίση των sub-primes στις ΗΠΑ τόσο ως προς το χρονικό σημείο της εκδήλωσής της όσο και ως προς τη μορφή, τα αίτια και τον τρόπο αντιμετώπισής της. Τα πρώτα σημάδια είχαν ήδη αρχίσει να διαφαίνονται από το 2008, καθώς ήδη υπήρχε ύφεση του ΑΕΠ, της τάξης του -0,2%, αν και επισήμως τότε δηλωνόταν ότι υπήρχε οριακή ανάπτυξη της τάξης του 1% (ΕΛΣΤΑΤ, 2011α). Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 7, ακόμα και αν ίσχυε η επίσημη εκδοχή, ήταν εμφανής η συνεχής πτώση του ρυθμού ανάπτυξης ήδη από τα προηγούμενα έτη γεγονός που οδηγεί σε αρνητικές εξελίξεις στην οικονομία.

Διάγραμμα 7: Ρυθμός αύξησης ελληνικού ΑΕΠ 2001-2012



Σε ότι αφορά στη μορφή της ελληνικής κρίσης, αυτή ήταν μια κρίση χρέους, εν αντίθεση με την κρίση των sub-primes, που ήταν χρηματοπιστωτική. Για την ακρίβεια οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν στον ίδιο βαθμό με άλλες ευρωπαϊκές, από την εξάπλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς δεν είχαν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Τα πραγματικά προβλήματα για αυτές θα ξεκινούσαν αργότερα, όταν η συρρίκνωση της οικονομίας θα μετέτρεπε σε «κόκκινα» πολλά από τα δάνεια που είχαν χορηγήσει.

Το κύριο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας ήταν τα αρνητικά οικονομικά της μεγέθη, δηλαδή το υψηλό της χρέος καθώς και τα «δίδυμα ελλείμματα»⁵. Ο

⁵ Ταυτόχρονη ύπαρξη ελλείμματος στον κρατικό προϋπολογισμό και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

συνδυασμός των ανωτέρω με την γενικότερη δυσπραγία που είχε επιφέρει η κρίση των sub-primes στο διεθνές οικονομικό σύστημα αλλά και με την κλονισμένη εμπιστοσύνη προς την Ελλάδα, οδήγησε τελικά στο ξέσπασμα της κρίσης στις αρχές του 2010, όταν η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε πλέον να δανειστεί από τις αγορές.

Τα εσωτερικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, όμως, δεν εμφανίστηκαν ξαφνικά την εποχή εκείνη. Ήταν το αποτέλεσμα της συσσώρευσης χρέους και ελλειμμάτων πολλών ετών. Η τελευταία με τη σειρά της ήταν το αποτέλεσμα της ανορθολογικής διοίκησης του κράτους.

III.1. Το υπόβαθρο της ελληνικής κρίσης

III.1.1. Η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας

Ίσως ο κυριότερος παράγοντας που οδήγησε την ελληνική οικονομία στην κρίση και την ύφεση να είναι η ίδια η διάρθρωσή της. Ήδη μετά το τέλος του εμφυλίου πολέμου στην χώρα καταγράφονται υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης. Οι τελευταίοι, όμως, οφείλονται κυρίως σε δύο παράγοντες, στο ότι η ελληνική οικονομία ξεκινούσε από σχεδόν μηδενική βάση, μετά τις καταστροφές των πολέμων και φυσικά στην οικονομική ενίσχυση που έλαβε η Ελλάδα στα πλαίσια του σχεδίου Μάρσαλ (Καζάκος, 2009).

Μέχρι και την ανατροπή της δημοκρατικής νομιμότητας από τη δικτατορία των συνταγματαρχών η ελληνική οικονομία στηρίχθηκε κυρίως σε τέσσερις πυλώνες: στο ναυτιλιακό συνάλλαγμα, καθώς η Ελλάδα ήταν η πρώτη ναυτιλιακή δύναμη στον κόσμο και υπήρχε μεγάλος αριθμός ελλήνων ναυτικών, στα εμβάσματα των μεταναστών, τα οποία προέρχονταν από μία σειρά χώρες στις οποίες μετανάστευαν έλληνες αναζητώντας καλύτερες συνθήκες, στην εξαγωγή αγροτικών προϊόντων, καθώς ο πρωτογενής τομέας εξακολουθούσε να απασχολεί περίπου το 50% του πληθυσμού αλλά και στο σταδιακά αυξανόμενο εισόδημα από τον τουρισμό, ο οποίος αρχικά αποτελούσε κυρίως χώρο κρατικής δράσης.

Σε αυτό το πλαίσιο έγιναν και οι πρώτες σοβαρές προσπάθειες ανάπτυξης της ελληνικής βιομηχανίας, η οποία γνώρισε ανάπτυξη κατά τα μεταπολεμικά χρόνια και ιδιαίτερα την δεκαετία 1950- 1960, τόσο εξαιτίας των σημαντικών έργων υποδομής όσο και των επενδύσεων σε τομείς της βαριάς κυρίως βιομηχανίας. Η αναπτυξιακή πορεία, όμως, ανακόπηκε, κυρίως από την δεκαετία του 1980, καθώς οι μικρές ελληνικές

βιομηχανίες αδυνατούσαν να ανταγωνιστούν τους διεθνείς ανταγωνιστές τους, χωρίς την ύπαρξη κρατικού προστατευτισμού. Η τεχνολογική υστέρησή και η έλλειψη σύνδεσης με την έρευνα, τους στερούσαν πλεονεκτήματα απαραίτητα για να σταθούν εντός μιας κοινής Ευρωπαϊκής αγοράς (Κορρές, Κοκκίνου & Τσομπάνογλου, 2011). Ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 είχε ξεκινήσει μια διαδικασία κρατικοποίησης βιομηχανιών, που αντιμετώπιζαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα, η οποία κορυφώθηκε κατά την δεκαετία του 1980. Αυτό που πέτυχαν οι νέες κρατικές διοικήσεις ήταν να παρατείνουν τη ζωή των μονάδων αυτών για κάποια χρόνια, επιβαρύνοντας τον κρατικό προϋπολογισμό, χωρίς να προβαίνουν σε κινήσεις εκσυγχρονισμού, που θα μπορούσαν να έχουν διασώσει μέρος της παραγωγικής αυτής βάσης.

Σταδιακά και ο αγροτικός τομέας άρχισε να παρακμάζει, κυρίως στα μετά-δικτατορικά χρόνια και μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ΕΕ. Αυτό οφειλόταν σε δύο βασικούς λόγους: πρώτον την αποτυχία εκσυγχρονισμού και εκβιομηχάνισής του στα πρότυπα άλλων Ευρωπαϊκών κρατών και δεύτερον στους περιορισμούς που τέθηκαν στην παραγωγή λόγω της συμμετοχής της Ελλάδας στην ΕΕ, μέσω της Κοινής Γεωργικής Πολιτικής. Επιπροσθέτως η αστικοποίηση αλλά και ο πολυκερματισμός της γης αποτέλεσαν πρόσθετους παράγοντες παρακμής του αγροτικού τομέα.

Από τη δεκαετία του 1990 η μορφολογία της ελληνικής οικονομίας είχε μεταβληθεί ριζικά. Ο πρωτογενής τομέας αποτελεί τον μικρότερο πλέον και ένα πρόσθετο πρόβλημα είναι ότι η παραγωγή έχει στραφεί σε προϊόντα που λάμβαναν επιδοτήσεις και αυτό δημιούργησε ζήτημα αυτάρκειας τροφίμων στη χώρα (Τσακίρη, 19.02.2012). Η λογική συνέπεια ήταν η αύξηση των εισαγωγών τροφίμων με τις ανάλογες επιπτώσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η οικονομία τα τελευταία 20 περίπου χρόνια βασίστηκε κυρίως στον τριτογενή και δευτερευόντως στον δευτερογενή τομέα.

Δύο από τους παλαιούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας εξακολουθούν να έχουν σημαντικό ρόλο. Πρόκειται για τα έσοδα από την ελληνική ναυτιλία, η οποία εξακολουθεί να βρίσκεται στην κορυφή της παγκόσμιας κατάταξης, καθώς και για τα εισοδήματα που αποφέρει ο τουρισμός. Παράλληλα εμφανίστηκαν άλλοι δύο πυλώνες, δηλαδή ο τομέας των κατασκευών, ο οποίος συμπεριλαμβάνεται στην αγορά ακινήτων, καθώς και ο δημόσιος τομέας. Τα εισοδήματα από τους τομείς αυτούς κινούν την ελληνική οικονομία, κατά την περίοδο αυτήν, σε συνδυασμό, όμως, με το διαρκώς

διευρυνόμενο ιδιωτικό και δημόσιο χρέος, καθώς ο δανεισμός γίνεται πιο εύκολος μετά και από την είσοδο της Ελλάδας στην Ζώνη του Ευρώ (ΖτΕ) (Χαρδούβελης, 2011).

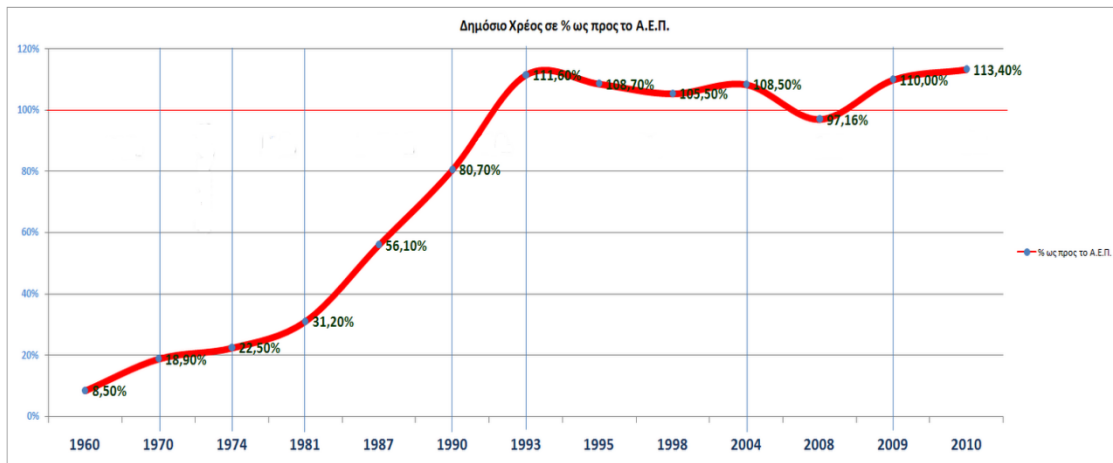
III.1.2. Ο κυβερνητικός ανορθολογισμός

Τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι άμεσα συνδεδεμένα με έναν διαχρονικό κυβερνητικό ανορθολογισμό. Από ιδρύσεως του Ελληνικού κράτους, στην πολιτική ζωή, επικρατούσε ο πατερναλισμός και οι πελατειακές σχέσεις. Η εκάστοτε ηγεσία μεταχειριζόταν το δημόσιο τομέα ως προνομιακό χώρο εξυπηρέτησης της κομματικής της πελατείας και των ευρύτερων συμφερόντων της. Το αποτέλεσμα ήταν να διαμορφωθεί ένας μη λειτουργικός και υδροκεφαλικός κρατικός μηχανισμός, ο οποίος διοικούνταν αρκετές φορές με γνώμονα το ατομικό και όχι το συλλογικό συμφέρον (Χαραλάμπης, 2012).

Το πολιτικό σύστημα της Ελλάδας, αν και γνώρισε μόνο μια δικτατορία μετά το τέλος του 2^{ου} Παγκοσμίου Πολέμου, υπήρξε ιδιαίτερα ασταθές, με βραχύβιες κυβερνήσεις, συνεχείς μεταβολές και παρεμβάσεις από το παλάτι στα χρόνια της Βασιλευόμενης Δημοκρατίας (Διαμαντόπουλος, 1997). Ακόμα και στην εποχή της μεταπολίτευσης, που χαρακτηρίζεται ως μια πολιτικά σταθερή περίοδος, υπήρξε έντονη αστάθεια στον τομέα της οικονομικής πολιτικής, καθώς κάθε κυβέρνηση, πριν φανούν τα αποτελέσματα της προηγούμενης, έσπευδε να ακυρώσει το έργο της. Δεν είναι λίγες οι φορές που η οικονομία χρησιμοποιήθηκε ως πολιτικό εργαλείο, ακόμα και αν αυτό σήμαινε δυσμενείς συνέπειες για τη χώρα σε διεθνές επίπεδο.

Ανεξαρτήτως της κυβερνώσας παράταξης και της διεθνούς οικονομικής κατάστασης, το ελληνικό δημόσιο χρέος παρουσιάζει μια σχεδόν σταθερή αυξητική πορεία από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και μετά. Η πορεία αυτή αποτυπώνεται στο διάγραμμα 8 στο οποίο φαίνεται ότι η ελληνική οικονομία, επί αρκετές δεκαετίες στηρίζεται στον δανεισμό και όχι στην παραγωγική της βάση και συνεπώς προκαλείται μεγέθυνση του χρέους της.

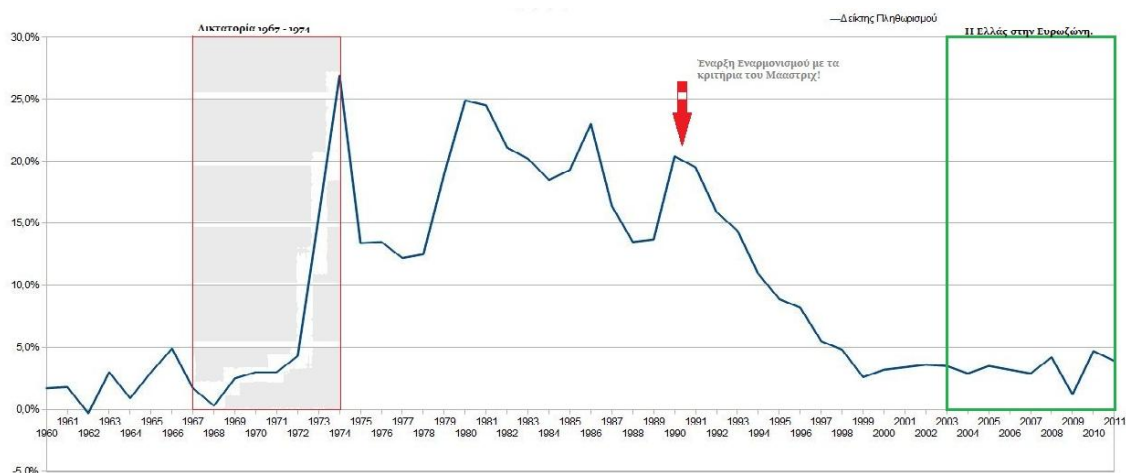
Διάγραμμα 8: Πορεία ελληνικού χρέους 1960-2010



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

Αποτέλεσμα της κακής οικονομικής διαχείρισης ήταν και η κατά περιόδους εκτίναξη του πληθωρισμού, ο οποίος ανατροφοδοτούταν από τον ιδιωτικό και δημόσιο δανεισμό, απαξιώνοντας τα εισοδήματα στην Ελλάδα. Ο πληθωρισμός άρχισε να πέφτει σημαντικά μετά την υπογραφή της συνθήκης του Μάαστριχτ και να παραμένει σε σταθερά χαμηλά επίπεδα, μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ΖτΕ, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 9. Άλλωστε ένας από τους στόχους της ένταξης στην Ευρωζώνη ήταν και η τιθάσευση του πληθωρισμού (Χαραλάμπης, 2012).

Διάγραμμα 9: Πορεία πληθωρισμού 1960-2011



Sources: wordpress.com

Η υιοθέτηση, όμως του κοινού νομίσματος είχε και μία πολύ αρνητική επίδραση. Κατέστησε τον δανεισμό φθηνότερο και ευκολότερο, με αποτέλεσμα όχι μόνο να μη τεθούν τα οικονομικά μεγέθη της Ελλάδας υπό έλεγχο, αλλά να επέλθει περαιτέρω

επιδείνωσή τους. Τα κριτήρια του Μάαστριχτ σχετικά με το χρέος και το έλλειμμα δεν καλύπτονταν και οι ελληνικές κυβερνήσεις επέλεξαν να παρουσιάζουν παραποιημένα στοιχεία, ώστε να αποφύγουν πιθανές κυρώσεις από την ΕΕ. Όταν οι επόμενες κυβερνήσεις θέλησαν να αξιοποιήσουν πολιτικά το γεγονός αυτό, αποκαλύπτοντας την πραγματικότητα, το αποτέλεσμα ήταν να πληγεί σοβαρά και η αξιοπιστία της χώρας στο εξωτερικό.

III.2. Αίτια και αντιμετώπιση της κρίσης

III.2.1. Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους

Πέραν της διαχρονικής επιδείνωσης των οικονομικών μεγεθών της Ελλάδας, όταν η χώρα βρέθηκε προ της κρίσης υπήρξαν ορισμένοι αμεσότεροι παράγοντες που επέδρασαν στο ξέσπασμά της τελευταίας, ορισμένοι από τους οποίους ήταν το αποτέλεσμα της ανωτέρω κατάστασης, ενώ άλλοι είχαν διαφορετικό υπόβαθρο. Οι παράγοντες αυτοί είχαν να κάνουν τόσο με το εσωτερικό όσο και με το εξωτερικό περιβάλλον.

III.2.1.1. Ενδογενείς παράγοντες

Το 2009 το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας είχε φτάσει, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία της Eurostat, στο 15,4% του ΑΕΠ, τη στιγμή που η συμφωνία για την ένταξη στο Ευρώ προέβλεπε ότι δεν θα έπρεπε να ξεπερνάει το 3%. Το έλλειμμα βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα τουλάχιστον κατά τα τελευταία δέκα χρόνια καθώς κατά το διάστημα όπου στην Ελλάδα καταγράφονταν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης είχαν αυξηθεί τα δημόσια έξοδα, τα οποία χρηματοδοτούνταν σε μεγάλο βαθμό μέσω δανεισμού (Vlami, 2013). Κατά αυτόν τον τρόπο, όπως φάνηκε και στο διάγραμμα 8, στα τέλη του 2009 το κρατικό χρέος είχε εκτοξευθεί σε δυσθεώρητα ύψη. Συγκεκριμένα στις 31/12/2009 το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης, το οποίο αντιστοιχεί στο 93% του συνολικού χρέους, ανερχόταν στα €298,5 δισεκατομμύρια (Kouretas & Vlami, 2010).

Την ίδια στιγμή η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βρισκόταν σε εξίσου κακή κατάσταση, καθώς επιδεινωνόταν σταθερά μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ΖτΕ. Η κατανάλωση, όμως, χρηματοδοτούμενη σε μεγάλο βαθμό με δανεικά χρήματα, παρέμενε υψηλή και αφορούσε κυρίως σε εισαγόμενα προϊόντα. Ως αποτέλεσμα υπήρξε διόγκωση και στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Για την

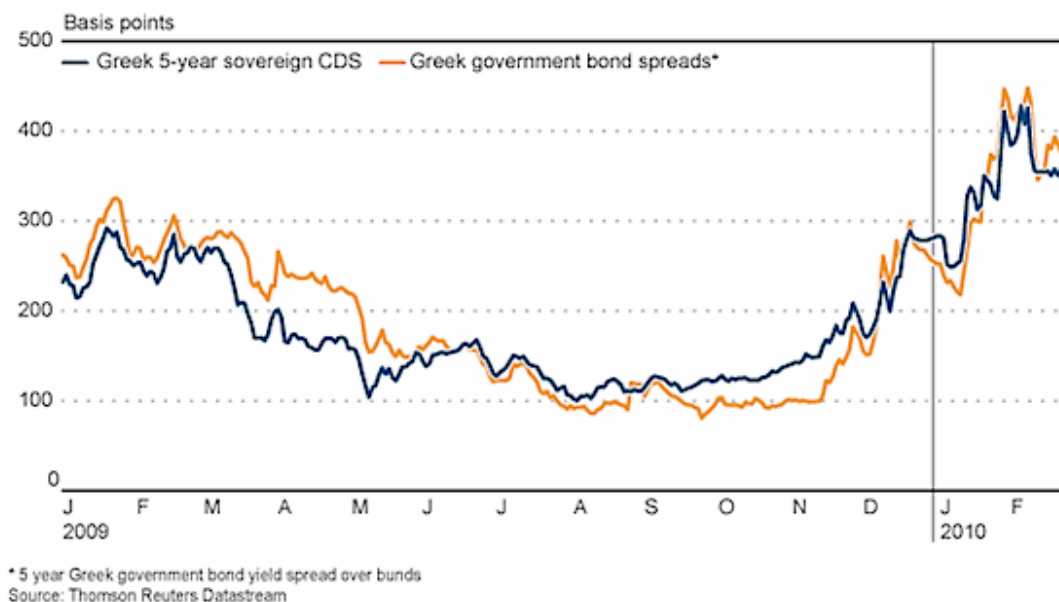
αντιμετώπιση των «δίδυμων ελλειμμάτων» η ελληνική κυβέρνηση προχωρούσε στην έκδοση ομολόγων με βραχεία περίοδο ωρίμανσης και υψηλότερα επιτόκια, σε σχέση με άλλες χώρες της ΖτΕ (Vlamiis, 2013). Αυτό δημιουργούσε βάσιμες αμφιβολίες στις αγορές αναφορικά με την ικανότητα της Ελλάδας να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της.

Το πρόβλημα με την αξιοπιστία της χώρας ήταν ακόμα βαθύτερο και σοβαρότερο. Προφανώς και τα «δίδυμα ελλείμματα» έπαιζαν σημαντικό ρόλο σε αυτό, ιδίως δε αν συνδυάζονταν και με την σχεδόν παντελή έλλειψη μεταρρυθμίσεων στους τομείς της αγοράς εργασίας, της κοινωνικής ασφάλισης και του ανταγωνισμού. Από την άλλη, όμως, μεγαλύτερη επίδραση είχε η απουσία προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης, την περίοδο που η οικονομία κινούταν σε θετικά επίπεδα, καθώς και οι συνεχείς προσπάθειες παραποίησης της πραγματικής εικόνας των δημοσιονομικών μεγεθών, από τις ελληνικές κυβερνήσεις. Σε δύο περιπτώσεις, με απόσταση μόλις πέντε ετών μεταξύ τους, δύο νεοεκλεγμένες κυβερνήσεις αμφισβήτησαν τα στατιστικά στοιχεία των προκατόχων τους αποκαλύπτοντας ότι αυτά ήταν κατασκευασμένα. Η πρώτη περίπτωση ήταν η απογραφή που έγινε από το Υπουργείο Οικονομικών το 2004, από την οποία προέκυψε ότι το χρέος ήταν μεγαλύτερο από αυτό που έδινε η απερχόμενη κυβέρνηση και είχε σαν αποτέλεσμα να τεθεί η Ελλάδα σε επιτήρηση από την ΕΕ. Η δεύτερη περίπτωση ήταν τον Οκτώβριο του 2009 όταν η νέα κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται στα επίπεδα του 12,7% του ΑΕΠ και όχι του 6,5%, όπως υποστήριζε η τότε απερχόμενη κυβέρνηση (Kouretas & Vlamiis, 2010). Η διαφορά ήταν ότι αυτή τη φορά οι συνέπειες ήταν σοβαρότερες από την επιτήρηση, καθώς οι αγορές φάνηκαν απρόθυμες να δανειοδοτήσουν τη χώρα με μη εξοντωτικούς όρους και οι εταίροι της Ελλάδας να την στηρίξουν.

Οι ανωτέρω παράγοντες συνέτειναν στο ότι μία χρεοκοπία της Ελλάδας ήταν πολύ πιθανή. Η άποψη αυτή ενισχυόταν αν λάμβανε κανείς υπόψη και το γεγονός ότι από το 2010 έως το 2019 υπήρχε μεγάλη συγκέντρωση ημερομηνιών ωρίμανσης ομολόγων που είχε εκδώσει η ελληνική κυβέρνηση σε παρελθόντα έτη (Kouretas & Vlamiis, 2010). Ως εκ τούτου οι επενδυτές απαιτήσαν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους (spreads) για να αναλάβουν το ρίσκο του δανεισμού στην Ελλάδα. Τα spreads των ελληνικών ομολόγων, τα οποία είχαν παρουσιάσει πτωτική τάση από τα μέσα του 2009, άρχισαν να ανέρχονται ραγδαία και ήδη από τον Ιανουάριο του 2010 είχαν ξεπεράσει τις 400 μονάδες βάσης. Στα μέσα του 2010 έφτασαν σε επίπεδα μεγαλύτερα των 900 μονάδων βάσης (διάγραμμα 10). Η εκτεταμένη έλλειψη εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα

εκφράστηκε και μέσω της εκτόξευσης των spreads για τα CDS που αφορούσαν στο ελληνικό χρέος, αλλά και μέσα από την υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από όλους τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης σε επίπεδα από BB+ έως BBB- (Kouretas & Vlamis, 2010).

Διάγραμμα 10: Πορεία spreads ομολόγων και CDS 2009-2010



III.2.1.2. Εξωγενείς παράγοντες

Ο σημαντικότερος εξωγενής παράγοντας ήταν η κρίση των sub-primes και οι συνέπειες που είχε στις διεθνείς αγορές. Το ξέσπασμα της κρίσης αυτής έθεσε τέλος σε μια περίοδο διεθνούς ανάπτυξης με ιδιαίτερα βίαιο τρόπο. Οι αγορές είχαν αποτύχει να προβλέψουν τις συνέπειες της ανεξέλεγκτης επέκτασης του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ. Οι τράπεζες από την πλευρά τους είχαν δημιουργήσει αλλά και υποστεί το μεγαλύτερο βάρος της κρίσης λόγω της χαλαρής πολιτικής χορήγησης δανείων. Οι κυβερνήσεις των κρατών, τέλος, είχαν αναλάβει το μεγάλο κόστος της διάσωσης των TBTF χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και κατ' επέκταση των ίδιων των οικονομιών τους. Συνέπεια ήταν, όταν άρχισαν να φαίνονται τα πρώτα σημάδια των προβλημάτων της Ελλάδας, οι αγορές να κρατήσουν μία σκληρή στάση απέναντι της, με την αύξηση των spreads και τη μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της, η οποία βέβαια ήταν απόλυτα αντίθετη με την πολιτική τους πριν την κρίση στις ΗΠΑ. Οι συνέπειες της τελευταίας, η οποία είχε προκληθεί από μία υπερβολική συμπεριφορά, τις οδήγησαν σε μία άλλη υπερβολή, που στην ουσία μεγέθυνε το πρόβλημα της Ελλάδας.

Ένας από τους παράγοντες που συντέλεσαν στην σχετικά γρήγορη ανακοπή της καθοδικής πορείας της αμερικάνικης οικονομίας ήταν η γρήγορη αντίδραση της κυβέρνησης των ΗΠΑ και της FED. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία δεν είχε τη δυνατότητα να απορροφήσει το πρόβλημα, οι λύσεις θα έπρεπε να δοθούν σε επίπεδο ΕΕ. Οι κυβερνήσεις, όμως της ΕΕ και της ΖτΕ πιο συγκεκριμένα, δεν έδωσαν έγκαιρα το σήμα στις αγορές σχετικά με την πρόθεσή τους να υποστηρίξουν την Ελλάδα. Βασικός λόγος της καθυστέρησης αυτής ήταν η αμφιβολία που υπήρχε σχετικά με το κατά πόσο είναι επιτρεπτό από τις Συνθήκες να προβούν σε ενέργειες διάσωσης ενός κράτους-μέλους. Το ζήτημα αυτό, αποδείχθηκε ότι είχε υποκινηθεί από κυρίως πολιτικά κίνητρα, καθώς κάποιες κυβερνήσεις δεν ήθελαν να αναλάβουν το κόστος μίας διάσωσης, καθώς στην ίδια τη συνθήκη του Μάαστριχτ προβλέπεται η παροχή οικονομικής βοήθειας σε περίπτωση ανάγκης⁶ (Vlamis, 2013). Ταυτόχρονα στην ΕΚΤ υπήρχε αμφισημία σχετικά με το κατά πόσο έπρεπε να δέχεται τα υποβαθμισμένα ελληνικά κρατικά ομόλογα ως εγγύηση για την παροχή ρευστότητας, η οποία δημιούργησε προβλήματα και για πιστωτικά ιδρύματα που κατακρατούσαν τέτοια ομόλογα (Kouretas & Vlamis, 2010).

Η ίδια η δομή της ΕΕ, υπήρξε ένας παράγοντας που δεν κατάφερε να ανακόψει το ξέσπασμα της κρίσης. Και αυτό διότι είναι μια ατελής ένωση, χωρίς μια κοινή οικονομική πολιτική καθώς και χωρίς πρόβλεψη για ταμεία αλληλεγγύης. Το πρόβλημα κυρίως έγκειται στην έλλειψη μηχανισμού σταθεροποίησης, στην περίπτωση εμφάνισης κρίσης. Βέβαια, με αφορμή την ελληνική κρίση διαμορφώθηκε αρχικά ένας προσωρινός και κατόπιν ένας μόνιμος μηχανισμός στήριξης. Το 2009, όμως δεν υπήρχε κάτι αντίστοιχο και τα κράτη-μέλη της ΖτΕ δεν έδειξαν ιδιαίτερη αλληλεγγύη προς τους ομολόγους τους, που αντιμετώπιζαν προβλήματα (Kouretas & Vlamis, 2010).

Τελευταίος εξωγενής παράγοντας είναι η δεινή θέση στην οποία είχαν ήδη περιέλθει οι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδας στην περιοχή των Βαλκανίων, λόγω της εξάπλωσης των συνεπειών της κρίσης των sub-primes (Vlamis, 2013). Αυτό είχε ως συνέπεια να πληγούν οι ελληνικές εξαγωγές και να χειροτερεύσουν τα μεγέθη της χώρας.

⁶ Στο άρθρο 100 της Συνθήκης αναφέρεται ότι: όταν ένα κράτος-μέλος αντιμετωπίζει σοβαρές δυσκολίες ή απειλείται με σοβαρές δυσκολίες που προκαλούνται από φυσικές καταστροφές ή εξαιρετικές συνθήκες πέραν του ελέγχου του, το Συμβούλιο, ενεργώντας με αυξημένη πλειοψηφία κατόπιν πρότασης της Επιτροπής, μπορεί να απονεμίει, υπό συγκεκριμένους όρους, Κοινοτική οικονομική βοήθεια στο εν λόγω κράτος-μέλος.

III.2.2. Η αντιμετώπιση της κρίσης

Όταν εκδηλώθηκε η κρίση χρέους στην Ελλάδα, η χώρα βρέθηκε να αναζητά έναν «δανειστή ύστατης προσφυγής». Ο τελευταίος είναι ένας μηχανισμός, ο οποίος παρέχει την απαραίτητη ρευστότητα σε φορείς που αδυνατούν να δανειστούν από αλλού, ώστε να αποτραπεί ο πανικός, που θα οδηγούσε σε μια κούρσα αναλήψεων και ρευστοποιήσεων και την επιδείνωση της κατάστασης (Kindleberger & Albier, 2011). Η λειτουργία ενός τέτοιου θεσμού έχει αποτελέσει αντικείμενο έντονης διαφωνίας, καθώς οι επικριτές του θέτουν το ζήτημα του ηθικού κινδύνου. Σε κάθε περίπτωση, όμως, ως δανειστής ύστατης προσφυγής λειτουργεί το ΔΝΤ σε διεθνές επίπεδο και κατά την κρίση των sub-primes τον ρόλο αυτό ανέλαβε τόσο η FED όσο και η κυβέρνηση των ΗΠΑ.

Η επιλογή ενός εσωτερικού δανειστή ύστατης προσφυγής θα ήταν σίγουρα η βέλτιστη περίπτωση, αλλά δυστυχώς αυτή η δυνατότητα δεν υπήρχε για την Ελλάδα. Αυτό συνέβαινε, διότι το χρέος της κυβέρνησης ήταν η πηγή του προβλήματος αλλά και διότι η Τράπεζα της Ελλάδας δεν είχε τη δυνατότητα να καλύψει τις μεγάλες χρηματοδοτικές ανάγκες της ελληνικής οικονομίας. Η μόνη επιλογή, συνεπώς ήταν ένας διεθνής φορέας, τύπου ΔΝΤ. Η πρώτη προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης αποσκοπούσε στην αντιμετώπιση του ζητήματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο, καθώς η χώρα ήταν μέλος τόσο της ΕΕ όσο και της ΖτΕ και η κρίση θα επηρέαζε και τους θεσμούς αυτούς. Η άρνηση των εταίρων, η οποία βασίστηκε στις θεσμικές αδυναμίες που εξετάστηκαν ανωτέρω, θα οδηγούσε τελικά σε ένα σχήμα συνεργασίας μεταξύ Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΕΚΤ και ΔΝΤ, την λεγόμενη Τρόικα, η οποία θα αναλάμβανε τη χρηματοδότηση για τη διάσωση της ελληνικής οικονομίας και την επιβολή και επίβλεψη μέτρων και μεταρρυθμίσεων στο εσωτερικό της χώρας.

III.2.2.1. Το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης

Τον Μάρτιο του 2010 διαμορφώθηκε η συμφωνία μεταξύ της Ελλάδας, του ΔΝΤ και των κρατών-μελών που θα συμμετείχαν στην διάσωση της ελληνικής οικονομίας, με δάνεια ύψους €30 και €80 δισεκατομμυρίων αντίστοιχα. Όπως αναφέρθηκε ήδη, δεν υπήρχε σε ευρωπαϊκό επίπεδο κάποιος θεσμός ή μηχανισμός που θα μπορούσε να αναλάβει το έργο αυτό και γι' αυτό σε πρώτη φάση η δανειοδότηση έγινε απευθείας από τα κράτη, τα οποία σε επίπεδο Τρόικας εκπροσωπούσαν από την Επιτροπή και από την ΕΚΤ. Πριν την έναρξη της καταβολής των δόσεων υπεγράφη μνημόνιο

συνεργασίας, στο οποίο ορίζονταν οι υποχρεώσεις που αναλάμβανε η Ελλάδα απέναντι στους δανειστές της, τόσο ως προς την αποπληρωμή των δανείων όσο και ως προς την εφαρμογή μέτρων και μεταρρυθμίσεων με σκοπό την γρήγορη δημοσιονομική εξυγίανση. Υπήρχε πρόβλεψη και για την διεξαγωγή ελέγχων και αξιολογήσεων από κλιμάκια της Τρόικας, τα οποία θα διαπίστωναν το βαθμό στον οποίο γίνεται εφαρμογή των συμφωνηθέντων. Από την εφαρμογή αυτή εξαρτάται και η συνέχιση καταβολής των δόσεων, τις οποίες το ΔΝΤ και τα κράτη-μέλη κατέβαλαν κάποιες φορές σε διαφορετικό χρόνο.

Έτσι το ΔΝΤ κατέβαλε την πρώτη δόση για το πρόγραμμα αυτό τον Μάρτιο του 2010 και την τελευταία τον Δεκέμβριο του 2011. Αν αθροιστούν τα ποσά των δόσεων προκύπτει ότι τελικά εκταμιεύτηκαν περίπου €20 δισεκατομμύρια και όχι 30, όπως προβλεπόταν αρχικά (Υπουργείο Οικονομικών, 2010α, 2010β, 2010γ, 2011α, 2011β & 2012α). Από πλευράς του Greek Loan Facility (GLF), δηλαδή των διακρατικών δανείων που δόθηκαν στην Ελλάδα στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού, οι δόσεις καταβλήθηκαν τμηματικά μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2011. Το σύνολο των εκταμιεύσεων από το GLF, όπως και στην περίπτωση του ΔΝΤ ήταν χαμηλότερο από την αρχική πρόβλεψη και ανήλθε στα €52,9 δισεκατομμύρια (Υπουργείο Οικονομικών, 2010α, 2010β, 2010γ, 2011α, 2011β & 2012α). Η συνολική εικόνα των εκταμιεύσεων από πλευράς ΔΝΤ και GLF κατά το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνεται στον πίνακα 1.

Πίνακας 1: Εκταμιεύσεις πρώτου προγράμματος

Πρώτο Πρόγραμμα Οικονομικής Ενίσχυσης			
Ημερομηνία Εκταμίευσης	Δανειστές (ποσά σε εκ. ευρώ)		
	GLF	ΔΝΤ	Σύνολο
Μάιος 2010	14.500,00 €	5.549,44 €	20.049,44 €
Σεπτέμβριος 2010	6.500,00 €	2.570,65 €	9.070,65 €
Δεκέμβριος 2010	0,00 €	2.504,75 €	2.504,75 €
Ιανουάριος 2011	6.500,00 €	0,00 €	6.500,00 €
Μάρτιος 2011	10.900,00 €	4.075,50 €	14.975,50 €
Ιούλιος 2011	8.700,00 €	3.249,20 €	11.949,20 €
Δεκέμβριος 2011	5.800,00 €	2.231,70 €	8.031,70 €
Σύνολα 1ου Προγράμματος	52.900,00 €	20.181,24 €	73.081,24 €
Πρόβλεψη 1ου Προγράμματος	80.000,00 €	30.000,00 €	110.000,00 €
Υπόλοιπα 1ου Προγράμματος	27.100,00 €	9.818,76 €	36.918,76 €

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

III.2.2.2. Το δεύτερο πρόγραμμα διάσωσης

Το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης κρίθηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε να υπάρξει και νέο. Η χρηματοδότηση του προγράμματος αυτού θα προερχόταν από το ΔΝΤ και από τον προσωρινό μηχανισμό που είχε δημιουργηθεί τον Μάιο του 2010 από τα κράτη-μέλη της ΖτΕ, τον EFSF. Αυτή τη φορά, όμως, εκτός από την χορήγηση δανείων τα οποία υπολογίζονταν να ανέλθουν στα €144,7 δισεκατομμύρια από τον EFSF και στα €28 δισεκατομμύρια από το ΔΝΤ, υπήρξε και συμφωνία για κούρεμα του ελληνικού χρέους στα πλαίσια ενός Private Sector Involvement (PSI). Ταυτόχρονα, μέρος των χρημάτων που διατέθηκαν από τον EFSF, θα χρησιμοποιούνταν για την περάτωση του PSI όσο και για την ανακεφαλαιοποίηση των συστημικών τραπεζών, οι οποίες είχαν πληγεί λόγω της κρίσης.

Σε ότι αφορά στο ΔΝΤ, το ποσό των 28 δισεκατομμυρίων περιελάμβανε και τα σχεδόν €10 δισεκατομμύρια που δεν είχαν διατεθεί από το πρώτο πρόγραμμα. Οι δόσεις καταβλήθηκαν και πάλι τμηματικά από τον Μάρτιο του 2012 έως και τον Ιούλιο του 2013 (Υπουργείο Οικονομικών, 2011β, 2013α, 2013β & 2013γ). Από την πλευρά του EFSF, οι εκταμιεύσεις έγιναν από τον Μάρτιο του 2010 έως και τον Δεκέμβριο του 2013 (Υπουργείο Οικονομικών, 2012β, 2012γ, 2012δ, 2013α, 2013β, 2013γ & 2013δ). Από τα χρήματα αυτά, περίπου €25 δισεκατομμύρια προορίζονταν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, 29,7 για το sweetener του PSI και 4,9 για την αποπληρωμή δεδουλευμένων τόκων ελληνικών κρατικών ομολόγων πριν την ανταλλαγή του PSI (EC, 2013).

Συνολικά μέχρι και το τέλος του 2013 είχαν εκταμιευτεί περίπου €8,3 δισεκατομμύρια από το ΔΝΤ και €133,6 δισεκατομμύρια από τον EFSF. Αν και τα ποσά αυτά δεν καλύπτουν τις αρχικές προβλέψεις, πρέπει να τονίσουμε ότι το πρόγραμμα έχει διάρκεια μέχρι το τέλος του 2014 και ήδη γίνονται συζητήσεις για την εκταμίευση της επόμενης δόσης. Στον πίνακα 2 φαίνονται αναλυτικά οι εκταμιεύσεις, που έχουν γίνει ως σήμερα, από το ΔΝΤ και τον EFSF, για το δεύτερο πρόγραμμα διάσωσης.

Πίνακας 2: Εκταμιεύσεις δεύτερου προγράμματος

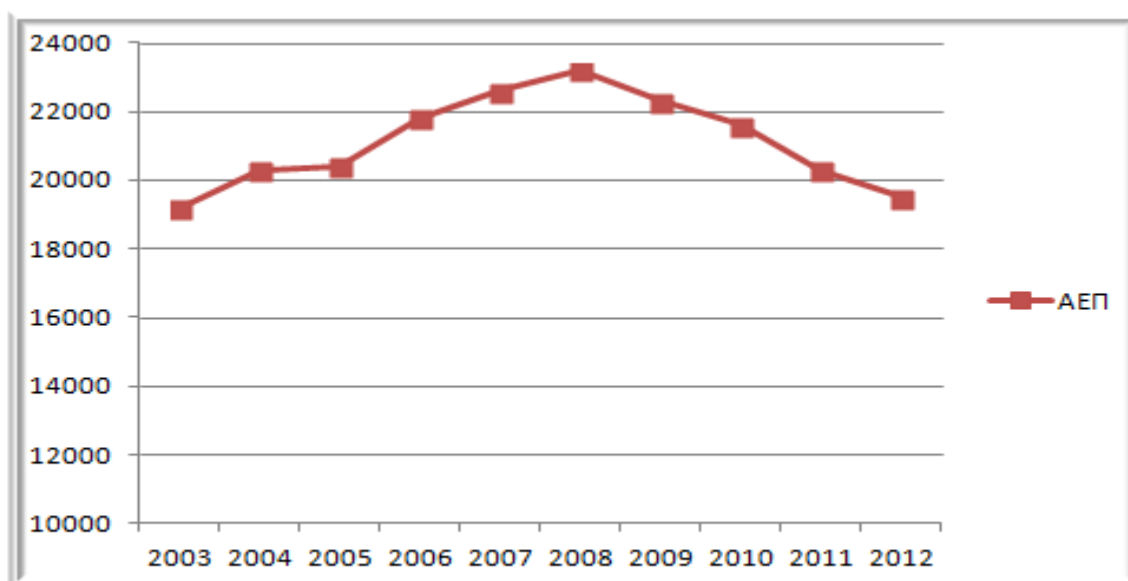
Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Ενίσχυσης			
Ημερομηνία Εκταμίευσης	Δανειστές (ποσά σε εκ. ευρώ)		
	EFSSF	ΔΝΤ	Σύνολο
Μάρτιος 2012	5.900,00 €	1.637,70 €	7.537,70 €
Μάρτιος-Απρίλιος 2012 (PSI)	34.600,00 €	0,00 €	34.600,00 €
Απρίλιος 2012	3.300,00 €	0,00 €	3.300,00 €
Απρίλιος 2012 (Αν. Τραπεζών)	25.000,00 €	0,00 €	25.000,00 €
Μάιος 2012	4.200,00 €	0,00 €	4.200,00 €
Ιούνιος 2012	1.000,00 €	0,00 €	1.000,00 €
Δεκέμβριος 2012	18.289,80 €	0,00 €	18.289,80 €
Δεκέμβριος 2012 (Αν. Τραπεζών)	16.000,00 €	0,00 €	16.000,00 €
Ιανουάριος 2013	2.000,00 €	3.241,20 €	5.241,20 €
Φεβρουάριος 2013	2.800,00 €	0,00 €	2.800,00 €
Μάιος 2013	7.000,00 €	0,00 €	7.000,00 €
Μάιος 2013 (Αν. Τραπεζών)	7.200,00 €	0,00 €	7.200,00 €
Ιούνιος 2013	3.300,00 €	1.737,40 €	5.037,40 €
Ιούλιος 2013	2.500,00 €	1.720,70 €	4.220,70 €
Δεκέμβριος 2013	500,00 €	0,00 €	500,00 €
Σύνολα 2ου Προγράμματος	133.589,80 €	8.337,00 €	141.926,80 €
Πρόβλεψη 2ου Προγράμματος	144.700,00 €	28.000,00 €	172.700,00 €
Υπόλοιπα 2ου Προγράμματος	11.110,20 €	19.663,00 €	30.773,20 €

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

III.2.2.3. Αποτελέσματα προγραμμάτων διάσωσης

Τέσσερα χρόνια μετά την έναρξη του πρώτου προγράμματος έχουν συντελεστεί σημαντικές αλλαγές στην ελληνική οικονομία. Εκ πρώτης όψης φαίνεται να υπάρχει χειροτέρευση της κατάστασης, καθώς το χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης, τον Μάρτιο του 2014 ανερχόταν στα €320,42 δισεκατομμύρια (Υπουργείο Οικονομικών, 2014), ενώ στα τέλη του 2009, όταν ξεκινούσε η κρίση ανερχόταν σε €299,5 δισεκατομμύρια. Επιπροσθέτως το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής είχε ως συνέπεια την συρρίκνωση του ΑΕΠ της Ελλάδας (διάγραμμα 11) και ως εκ τούτου το χρέος ως ποσοστό του τελευταίου αυξήθηκε ακόμα περισσότερο, δηλαδή από 129,3% το 2009 σε 175,5% το 2013.

Διάγραμμα 11: Πορεία ελληνικού ΑΕΠ 2003-2012

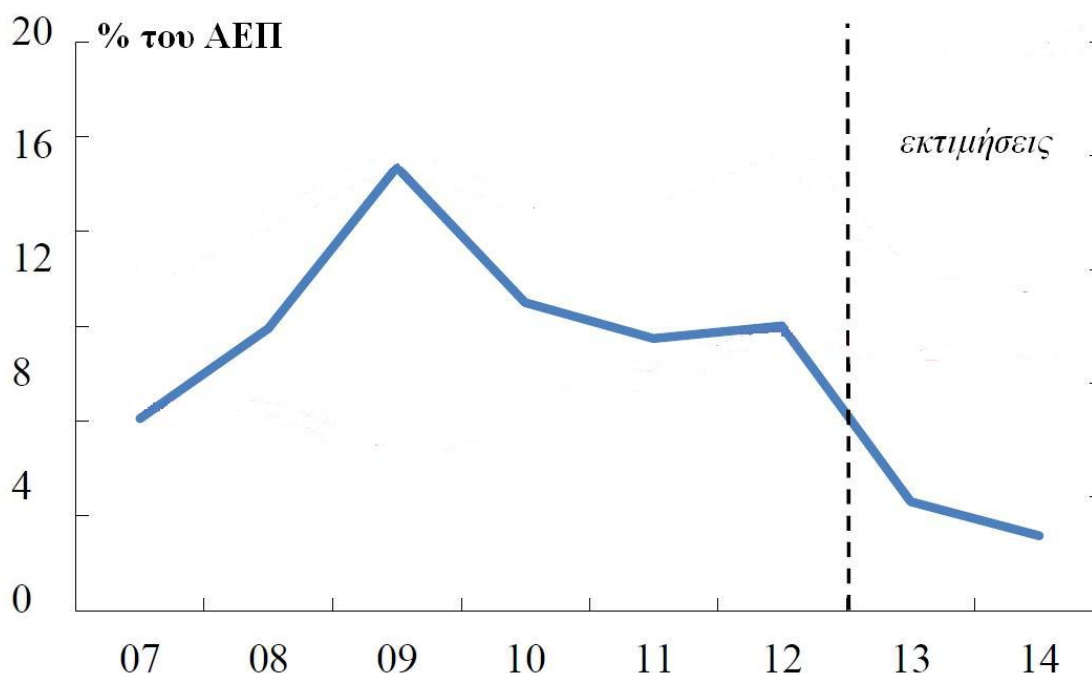


Τιμές σε εκατομμύρια ευρώ

Πηγή: Eurostat

Από την άλλη πλευρά, όμως, τα δύο προγράμματα σε συνδυασμό με το PSI και την επαναγορά χρέους (Debt Buy Back- DBB) μετέβαλαν ριζικά τη σύνθεση του ελληνικού χρέους, κατά τέτοιο τρόπο, ώστε πλέον μεγαλύτερος συλλογικός πιστωτής του ελληνικού Δημοσίου είναι ο επίσημος τομέας, σε ποσοστό 66%. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την σημαντική μείωση του μέσου ετήσιου κόστους του χρέους. Ως προς το τελευταίο, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι ο κύριος λόγος προσφυγής στα προγράμματα διάσωσης ήταν τα απαγορευτικά επιτόκια στις αγορές. Επιπροσθέτως, έχει αυξηθεί η μέση υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους και οι ανάγκες αναχρηματοδότησης του κατανέμονται πλέον πιο ομαλά στο μέλλον. Επίσης ως συνέπεια των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής, η Ελλάδα πέτυχε σημαντική μείωση του ελλείμματός της, γεγονός που σημαίνει ότι το χρέος πλέον δεν θα αυξάνει με ανεξέλεγκτους ρυθμούς. Η μείωση του ελλείμματος αποτυπώνεται στο διάγραμμα 12.

Διάγραμμα 12: Το έλλειμμα της Ελλάδας 2007-2014



Sources: EC- European Economic Forecast Spring 2013

Σε καμία περίπτωση, πάντως δεν μπορούμε να πούμε ότι η κρίση έχει τελειώσει για την Ελλάδα. Άλλωστε οι συζητήσεις για ένα νέο κούρεμα χρέους ή και ένα νέο πρόγραμμα διάσωσης συνεχίζονται, παρά το γεγονός ότι τον Απρίλιο του 2014 η χώρα δανείστηκε από τις αγορές, για πρώτη φορά μετά την έναρξη της κρίσης. Συγκεκριμένα η Ελλάδα αναζήτησε €3.000.000.000, τα οποία άντλησε μέσω της έκδοσης πενταετών ομολόγων με επιτόκιο 4,75%. Είναι ενδεικτικό ότι σε σύντομο χρονικό διάστημα είχε προσφορές ύψους €20.000.000.000.

Από την άλλη πλευρά η αύξηση του χρέους σε συνδυασμό με τη συρρίκνωση του ΑΕΠ θέτουν σε αμφιβολία την βιωσιμότητα του πρώτου. Την ίδια στιγμή, τα μέτρα μέσω των οποίων έγινε πραγματικότητα η έως τώρα δημοσιονομική προσαρμογή, φαίνεται να δημιουργούν ασφυξία στην εγχώρια αγορά. Τα ανωτέρω ανάμεικτα αποτελέσματα από την εφαρμογή των δύο προγραμμάτων δεν μας επιτρέπουν την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, μπορούμε όμως να εικάζουμε ότι μία δυναμική αντιμετώπιση του ζητήματος του χρέους θα έδινε νέα ώθηση στην ελληνική οικονομία, καθώς θα επέτρεπε μια χαλάρωση στα δημοσιονομικά μέτρα.

IV. Η Επίδραση στην αγορά ακινήτων

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνει το Πανεπιστήμιο της Οξφόρδης, η αγορά ακινήτων είναι η αγορά η οποία ασχολείται με την γη καθώς και οτιδήποτε είναι τοποθετημένο κατά μόνιμο τρόπο πάνω σε αυτήν, δηλαδή κτήρια με τα παρελκόμενά τους και άλλες κατασκευές (Crowther, 1995). Σημαντικό κομμάτι της αγοράς ακινήτων σχετίζεται με την οικιακή, αλλά και την επαγγελματική στέγη. Η αγορά ακινήτων συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τον χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς αυτός αποτελεί, τις περισσότερες φορές την πηγή άντλησης κεφαλαίων για ιδιώτες και επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν ακίνητα.

Όπως αναφέρθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια οι κρίσεις σε ΗΠΑ και Ελλάδα επέδρασαν στο σύνολο των οικονομιών τους, συνεπώς και στον τομέα της αγοράς ακινήτων. Οι διαφορές μεταξύ των δύο περιπτώσεων εντοπίζονται στα μεγέθη και στην επίδραση της ίδιας της αγοράς ακινήτων στο ξέσπασμα της κρίσης. Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η εικόνα της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ και στην Ελλάδα πριν τις κρίσεις καθώς και τα αποτελέσματά και οι αλλαγές που προέκυψαν σαν συνέπεια των κρίσεων αυτών.

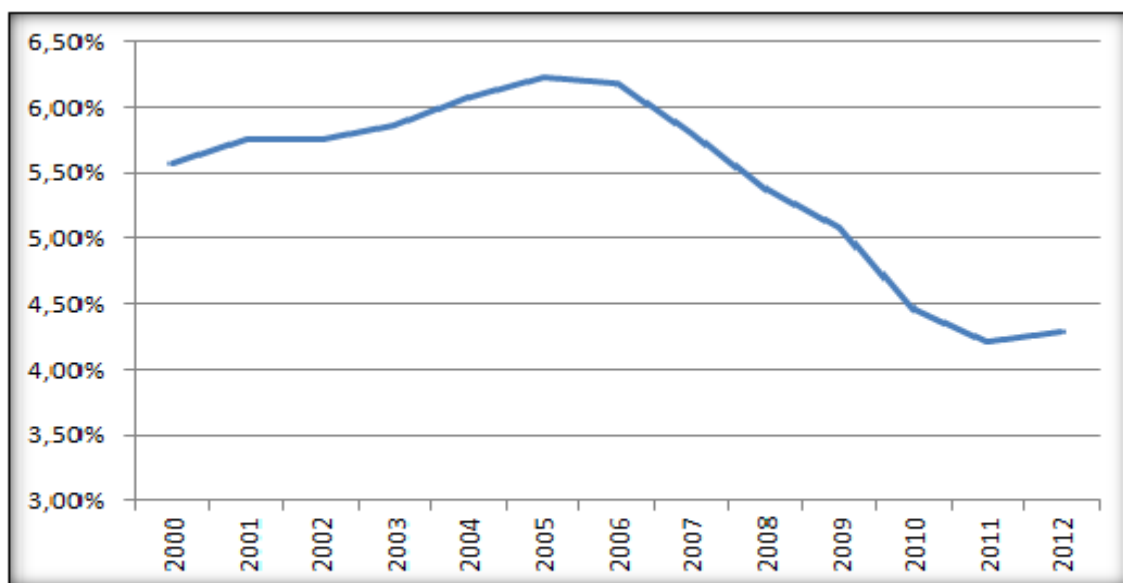
IV.1. Η αμερικάνικη αγορά ακινήτων

IV.1.1. Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ πριν την κρίση των sub-primes

Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ είναι ένας μεταξύ πολλών τομέων που συμβάλουν στην οικονομία των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 13, το ποσοστό της συμμετοχής της στο αμερικάνικο ΑΕΠ ανερχόταν σε 6,5%, πριν από την κρίση των sub-primes (διάγραμμα 13). Αυτό δεν σημαίνει σε καμία περίπτωση ότι η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ είναι αμελητέα. Το 2007 το ακαθάριστο παραγόμενο προϊόν της αγοράς αυτής αντιστοιχούσε σε \$2,5 τρισεκατομμύρια ενώ το 2013 και μετά από την μακρά πορεία της ανάκαμψης της αμερικάνικης οικονομίας, παρήγαγε περίπου \$2,3 τρισεκατομμύρια (US Department of Commerce, 2014). Τα ποσά αυτά προέρχονται κυρίως από τον κατασκευαστικό κλάδο, βασικό κομμάτι του οποίου ήταν η κατασκευή κατοικιών. Ο συγκεκριμένος κλάδος είναι εντάσεως εργασίας, συνεπώς η εύρυθμη λειτουργία του μεταφραζόταν και σε κάλυψη ενός μεγάλου αριθμού θέσεων εργασίας. Μέρους των εισοδημάτων από τις θέσεις αυτές, χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της

ανοδικής φάσης του κύκλου της αμερικάνικης οικονομίας για την αγορά κατοικιών και συνεπώς ανατροφοδότησαν την αγορά ακινήτων.

Διάγραμμα 13: Ποσοστό συμμετοχής αγοράς ακινήτων στο ΑΕΠ των ΗΠΑ



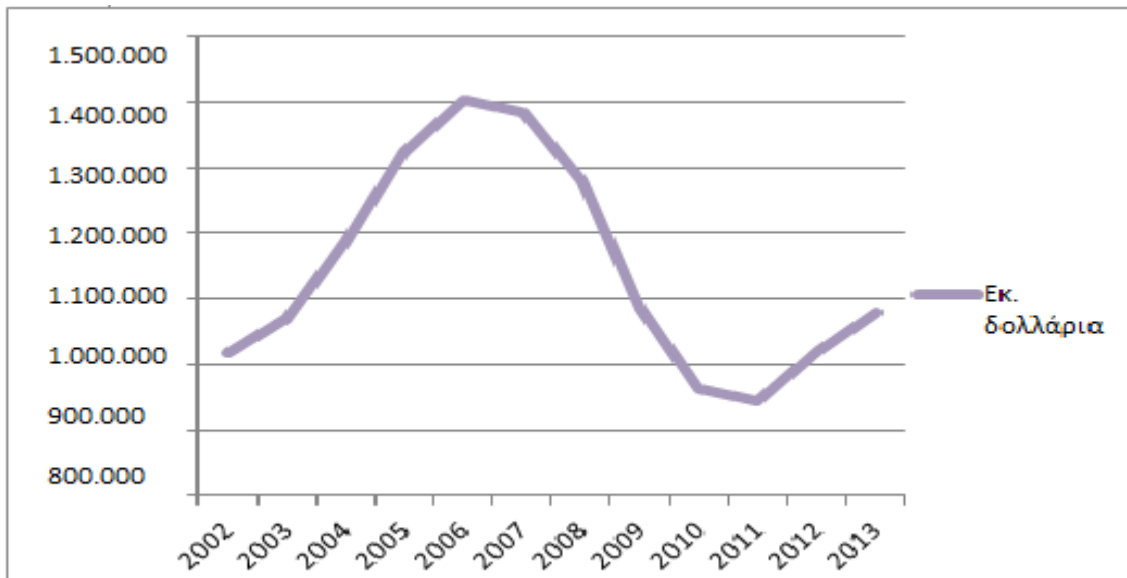
Πηγή: US Department of Commerce

Η μεγάλη διαφορά της περίπτωσης της αγοράς ακινήτων των ΗΠΑ σε σχέση με της Ελλάδας, εκτός από το μέγεθός της, είναι ότι βρέθηκε στο επίκεντρο της κρίσης των sub-primes. Θα ήταν πιο σωστό να πούμε ότι το πρόβλημα δεν ξεκίνησε από το σύνολο της αγοράς ακινήτων, αλλά από έναν κλάδο της, την αγορά κατοικίας. Όπως αναλύθηκε και στο κεφάλαιο II, η αγορά αυτή ήταν ήδη κορεσμένη από το 2004, γεγονός που σήμαινε ότι οι φερέγγυοι δανειολήπτες, σε μεγάλο βαθμό, δεν χρειάζονταν να προβούν σε δανεισμό για την απόκτηση κατοικίας. Η χαλάρωση των κριτηρίων δανεισμού και η αύξηση των δανείων sub-prime αποτέλεσε το έναυσμα για την κρίση του 2007.

Μπορούμε να έχουμε μία καλύτερη εικόνα της κατάστασης στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ, πριν την κρίση μέσα από τη σύγκριση των διαγραμμάτων 14 και 15. Στο διάγραμμα 14 φαίνεται το ύψος της πραγματοποιούμενης δαπάνης στον κλάδο των κατασκευών. Είναι φανερό ότι μέχρι και το ξέσπασμα της κρίσης των sub-primes, το 2007, ακολουθεί μία σταθερά αυξητική πορεία, το απόγειο της οποίας εμφανίζεται το 2006, οπότε και οι δαπάνες ξεπερνούν τα \$1,4 τρισεκατομμύρια. Αντίθετα, στο διάγραμμα 15, όπου παρουσιάζεται η χορήγηση νέων αδειών για την κατασκευή κατοικιών, φαίνεται ότι η πτώση είχε ξεκινήσει αρκετά νωρίτερα από την κρίση, και

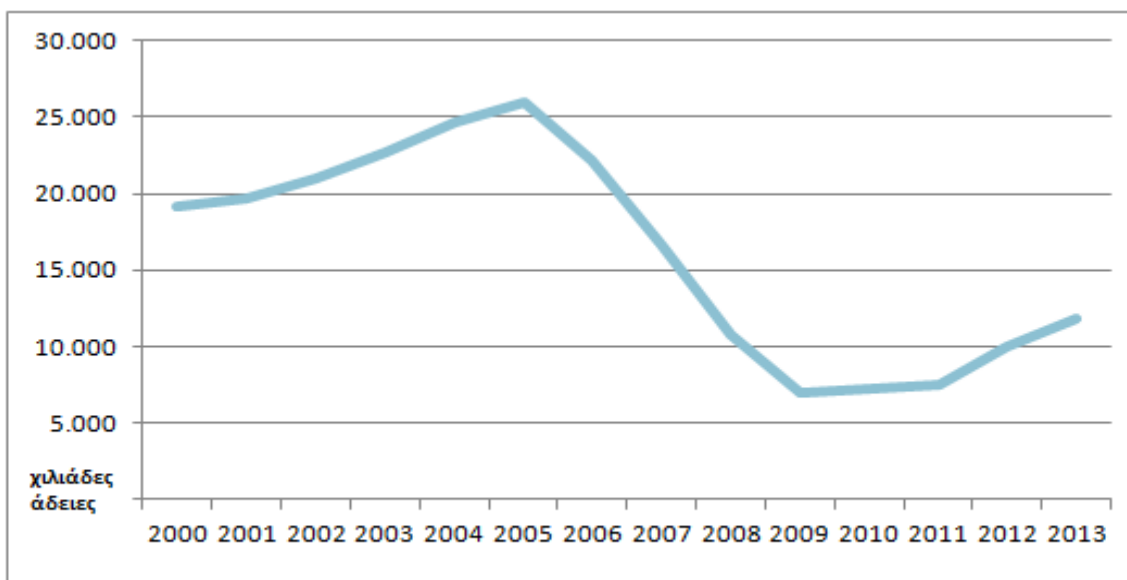
συγκεκριμένα το 2005. Είναι προφανές ότι το πρόβλημα τότε ήταν η εξεύρεση αγοραστών και όχι η κατάσταση της οικονομίας (Schwartz & Seabrooke, 2009).

Διάγραμμα 14: Δαπάνες κατασκευαστικού κλάδου στις ΗΠΑ 2002-2013



Πηγή: US Census Bureau

Διάγραμμα 15: Νέες άδειες οικοδόμησης κατοικιών στις ΗΠΑ 2000-2013



Πηγή: US Census Bureau

IV.1.2. Οι επιπτώσεις της κρίσης

Η κρίση των sub-primes ανέδειξε ότι η άνοδος των τιμών των ακινήτων και κυρίως των κατοικιών στην αμερικάνικη αγορά ήταν πλασματική και στηριζόταν στην ανατροφοδότηση της αγοράς με δανεικά χρήματα. Μέχρι να εμφανιστούν τα πρώτα

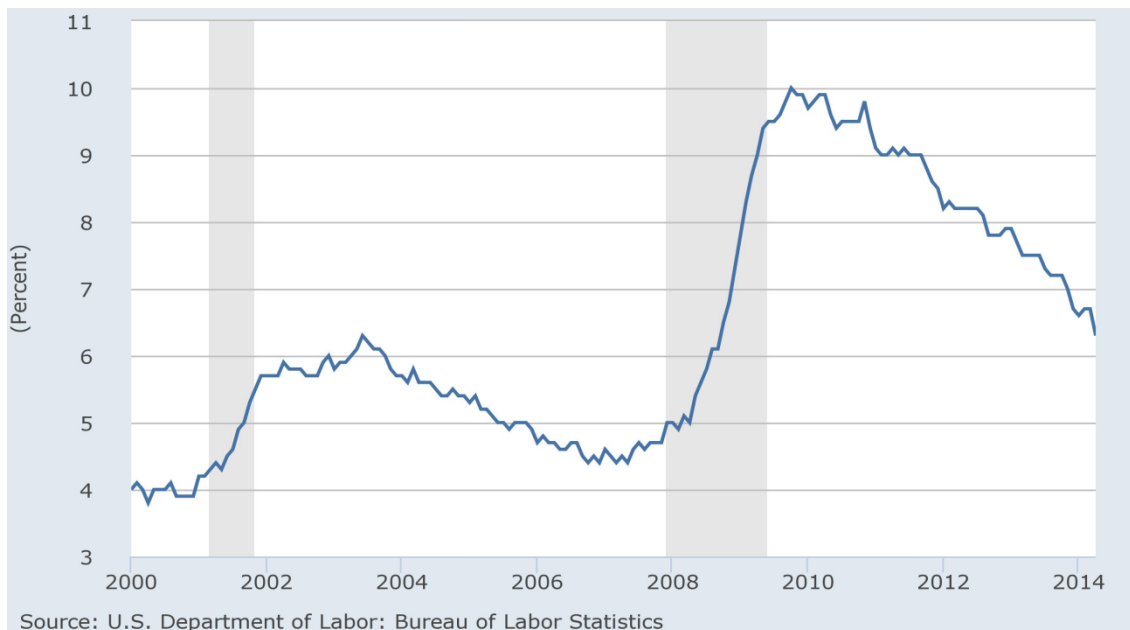
προβλήματα το 2007, η ανατροφοδότηση αυτή γινόταν σε μεγάλο βαθμό μέσω δανείων χαμηλής εξασφάλισης (sub-primes) για τα οποία χρησιμοποιούνταν υπερτιμημένα ακίνητα ως εγγυήσεις (Ρουμελιώτης, 2009). Η εύκολη χρηματοδότηση, όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο II, αύξανε τη ζήτηση στην αγορά ακινήτων και η αύξηση της ζήτησης ωθούσε τις τιμές προς τα πάνω. Τα πιστωτικά ιδρύματα από την πλευρά τους, παρείχαν νέα υψηλότερα δάνεια στους δανειολήπτες δεχόμενα ως εγγύηση την προσημείωση των ακινήτων στη νέα μεγαλύτερη αξία τους. Η αντιστροφή της ανοδικής πορείας των τιμών των ακινήτων δημιούργησε μία κατάσταση, στην οποία οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να πληρώσουν τα δάνειά τους και οι τράπεζες προχωρούσαν σε κατασχέσεις ακινήτων, πλέον χαμηλότερης αξίας από τα δάνεια που είχαν χορηγήσει (Schwartz & Seabrooke, 2009). Ο πανικός που προκάλεσε η ανισορροπία αυτή της αγοράς ακινήτων οδήγησε στην κρίση του 2007.

Οι συνέπειες για την αγορά ακινήτων ήταν εξίσου άσχημες με τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας. Η οικοδομική δραστηριότητα, σε ότι αφορά στις κατασκευές κατοικιών, είχε ήδη αρχίσει να μειώνεται από τα τέλη του 2004, λόγω του κορεσμού που είχε επέλθει σε αυτήν. Από το ξέσπασμά της κρίσης, όμως, η καθοδική πορεία συνεχίστηκε με αμείωτους ρυθμούς, μέχρι και το 2009, οπότε οι άδειες που εκδόθηκαν για την οικοδόμηση νέων κατοικιών ήταν λιγότερες από 600.000 (US Census Bureau, 2014β). Ο κατασκευαστικός κλάδος, στο σύνολό του, υπέστη καθίζηση φτάνοντας το 2010 σε επίπεδα χαμηλότερα από το 2002. Η επάνοδος σε αυτά τα επίπεδα ήλθε μόλις το 2012 (US Census Bureau, 2014α).

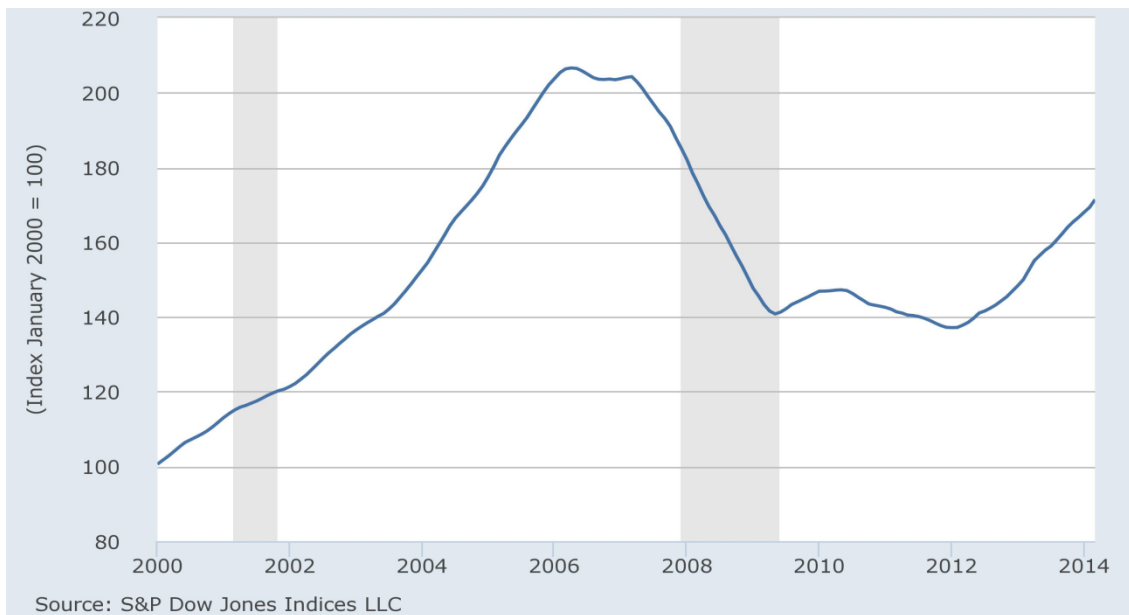
Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στην αγορά ακινήτων αντιμετώπισαν παρεμφερή προβλήματα με αυτά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, με τη μόνη διαφορά ότι η FED και η αμερικάνικη κυβέρνηση δεν θα τις διέσωζαν. Το αποτέλεσμα ήταν να πτωχεύσουν αρκετές εξ αυτών και να αυξηθεί η ανεργία στον κλάδο. Είναι χαρακτηριστικό ότι η απασχόληση στον κατασκευαστικό κλάδο το 2012, τρία χρόνια από το χρονικό σημείο που οι ΗΠΑ άρχισαν να εξέρχονται από την κρίση, κυμαίνεται στα επίπεδα των 5.640.900 θέσεων εργασίας, τη στιγμή που το 2002 στον ίδιο κλάδο απασχολούνταν 6.715.700 εργαζόμενοι (US Department of Labor, 2014). Το γεγονός αυτό φανερώνει το μέγεθος του πλήγματος που υπέστη η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ και τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει ακόμα για την ανάκαμψή της.

Έντονα προβλήματα δημιουργήθηκαν, όπως ήταν αναμενόμενο, και στον κλάδο της αγοράς κατοικίας. Η κρίση προκάλεσε μία απότομη αύξηση της ανεργίας στις ΗΠΑ, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 16, από 5% το 2008 σε 10% το 2009 (FED, 2014). Η μαζική αυτή απώλεια θέσεων εργασίας είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων. Οι τράπεζες, οι οποίες αντιμετώπιζαν τις δικές τους δυσκολίες, δεν ήταν σε θέση να παρέχουν ρευστότητα στην αγορά και την ίδια στιγμή προχωρούσαν σε μαζικές κατασχέσεις ακινήτων. Με τη ζήτηση να μειώνεται και την προσφορά να αυξάνεται, οι τιμές στις κατοικίες παρουσίασαν πτώση της τάξης του 30% μέχρι το 2009 και επανήλθαν σε μία σταθερή ανοδική πορεία μόλις το 2012, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 17.

Διάγραμμα 16: Ποσοστό ανεργίας στις ΗΠΑ 2000-2014



Διάγραμμα 17: Δείκτης τιμών κατοικιών στις ΗΠΑ 2000-2014



Πάντως, αν και με σχετική καθυστέρηση, η αγορά ακινήτων έχει αρχίσει να ανακάμπτει, όπως φαίνεται εν μέρει από τα διαγράμματα 14, 15 και 17. Η ανάκαμψη αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην γενικότερη ανάκαμψη της αμερικάνικης οικονομίας μετά την παρέλευση της κρίσης των sub-primes, καθώς από το 2009 μέχρι το 2012 το ΑΕΠ των ΗΠΑ αυξήθηκε κατά \$1,8 τρισεκατομμύρια (The World Bank, 2014). Πλέον υπάρχουν συνθήκες σταθερότητας στις αγορές και η ζήτηση τονώνεται σταδιακά ακολουθώντας την μείωση των ποσοστών της ανεργίας που παρατηρείται από το 2011 και μετά, όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 16.

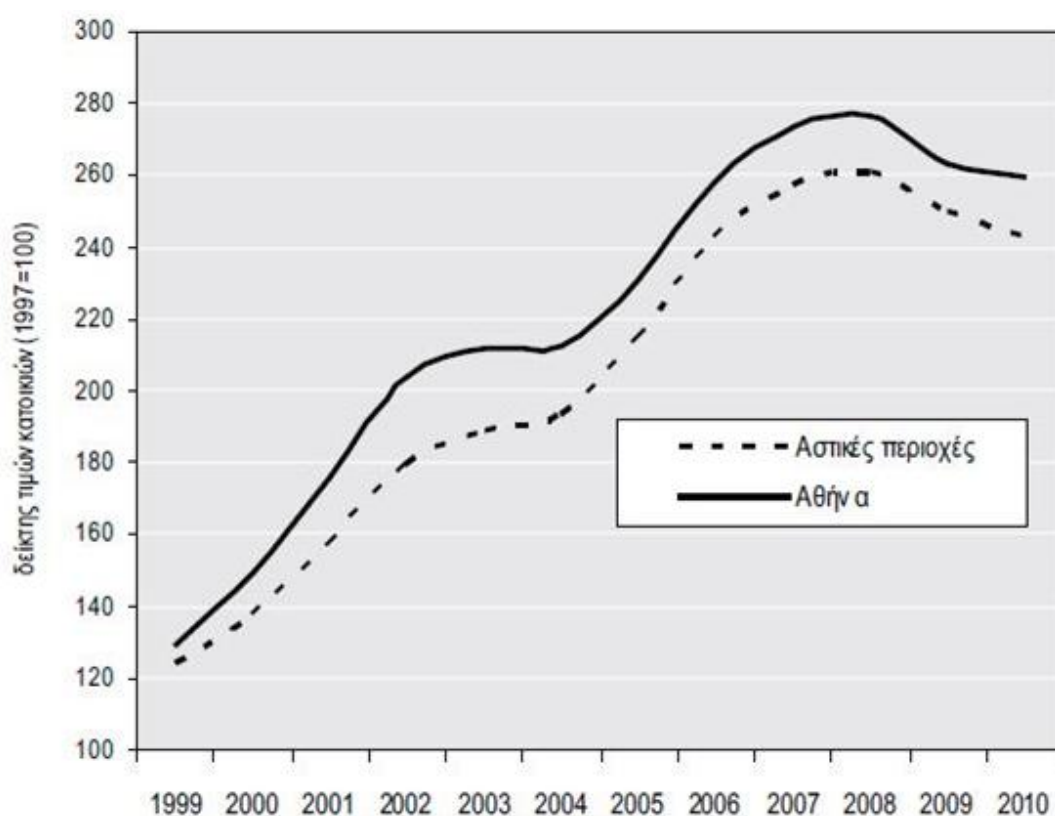
IV.2. Η ελληνική αγορά ακινήτων

IV.2.1. Η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα πριν την δημοσιονομική κρίση

Όπως συνέβαινε και στις ΗΠΑ έτσι και στην Ελλάδα ένα μεγάλο ποσοστό του πλούτου των νοικοκυριών ήταν τοποθετημένο σε ακίνητα. Το 2005, το ποσοστό αυτό άγγιζε το 82% (Βλάμης & Καλφμανώλη, 2008), και αντικατόπτριζε την προτίμηση των ελλήνων στο να τοποθετούν τα χρήματά τους για την αγορά ακινήτων. Τα ακίνητα θεωρούνταν ως μία συνετή επένδυση, διότι αντιμετωπίζονταν ως μέσο εξασφάλισης του ιδιοκτήτη αλλά και των απογόνων του, καθώς δεν θα είχαν ανάγκη να νοικιάσουν κάποια κατοικία και ακόμα και αν αντιμετώπιζαν δυσκολίες θα είχαν κατ' ελάχιστον ένα σπίτι για να κατοικήσουν. Εκτός αυτού, όμως, θεωρούσαν ότι τα ακίνητα είναι και μια αποδοτική επένδυση, καθώς πίστευαν ότι η αξία τους δεν μπορεί να μειωθεί

εύκολα, όπως συμβαίνει και με τη γη, αλλά και ότι θα μπορούσαν να αποτελέσουν ένα μέσο για την εξασφάλιση δανεισμού από τις τράπεζες, στην περίπτωση που θα αντιμετώπιζαν σημαντικά οικονομικά προβλήματα ή ακόμα και στην περίπτωση που θα ήθελαν να προβούν σε αγορές πέραν των άμεσων οικονομικών τους δυνατοτήτων. Η πεποίθηση αυτή βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στην σταθερή ανοδική πορεία των τιμών των ακινήτων, ιδιαίτερα κατά τα τελευταία χρόνια, πριν την κρίση, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 18. Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας της προτίμησης των πολιτών στο να τοποθετούν τα χρήματά τους σε ακίνητα, ήταν τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού από τη δεκαετία του 1970 έως και τα μέσα της δεκαετίας του 1990, καθώς οι καταθέσεις απαξιωνόνταν με γρηγορότερους ρυθμούς σε σχέση με τα ακίνητα (Chatzitsolis & Vlamis, 2014).

Διάγραμμα 18: Ρυθμός μεταβολής ετήσιου δείκτη τιμών των κατοικιών



Πηγή: ΤτΕ, Στατιστικά Δελτία Οικονομικής Συγκυρίας

Η αυξημένη ζήτηση για ακίνητα, σήμαινε αύξηση στην τιμή τους και άνθηση του κλάδου των κατασκευών. Ο κλάδος αυτός υπήρξε ένας από τους σημαντικότερους πυλώνες της ελληνικής οικονομίας από την δεκαετία του 1950, ασκώντας καθοριστική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Η συνεισφορά του στο ΑΕΠ από το

2000 και μετά κυμαίνεται μεταξύ του 6% και του 8% και σε αυτόν απασχολείται περίπου το 7% του εργατικού δυναμικού της Ελλάδας (Chatzitsolis & Vlamis, 2014). Η τάση, πάντως, είναι φθίνουσα και ιδιαίτερα η απασχόληση στον κλάδο αυτό έχει μειωθεί περίπου στο μισό, μετά την εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης, σε σχέση με τα επίπεδα του 2006 και του 2007 (ΠΑΣΤΕ, 2011). Σε κάθε περίπτωση ο κλάδος των κατασκευών γνώρισε ιδιαίτερα μεγάλη άνθηση κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές της δεκαετίας του 2000, λόγω της ζήτησης για ακίνητα, των δυνατοτήτων κατασκευής μεγάλων έργων υποδομής που έδιναν τα συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα της ΕΕ και της ανάγκης για διαμόρφωση υποδομών εν όψει των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας το 2004.

Από το 2006 μέχρι και το 2008 υπήρξε αύξηση και στο ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για τις αγορές ακινήτων στην Κεντροδυτική και την Νοτιοανατολική Ευρώπη, μεταξύ των οποίων ήταν και η αγορά ακινήτων της Ελλάδας (Βλάμης & Καλφάμανώλη, 2008). Ένας βασικός παράγοντας που τροφοδότησε το ενδιαφέρον αυτό ήταν ο κορεσμός των ώριμων αγορών που οδηγούσε τις επενδύσεις σε χαμηλές αποδόσεις. Επιπροσθέτως υπήρχαν πλεονάζοντα κεφάλαια και η υπερβάλλουσα ρευστότητα σε περιοχές όπως η ΗΠΑ, η Αυστραλία και η Μέση Ανατολή, στα οποία η ελληνική αγορά ακινήτων προσέφερε μία διέξοδο. Οι επενδυτές προσδοκούσαν, επίσης, ότι θα επιτύγχαναν δυνατότητες υπεραξιών (capital gains), καθώς η ελληνική αγορά ήταν ακόμα σε μεγάλο βαθμό ανεκμετάλλευτη και εξυπηρετούσε και το σκοπό της διασποράς των χαρτοφυλακίων τους. Άλλοι παράγοντες που κέντρισαν το ενδιαφέρον των διεθνών επενδυτών ήταν η θετική προβολή λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων, η σαφής βελτίωση των υποδομών της χώρας σε σχέση με το παρελθόν και η εμφάνιση αναπτύξεων διεθνών προδιαγραφών (Βλάμης & Καλφάμανώλη, 2008). Πάντως παρά το αυξημένο ενδιαφέρον, υπήρχε παράλληλα και μεγάλος βαθμός επιφυλακτικότητας, ο οποίος οφειλόταν κυρίως σε μία σειρά ενδογενών αδυναμιών της ελληνικής αγοράς ακινήτων (βλ. Παράρτημα: 4).

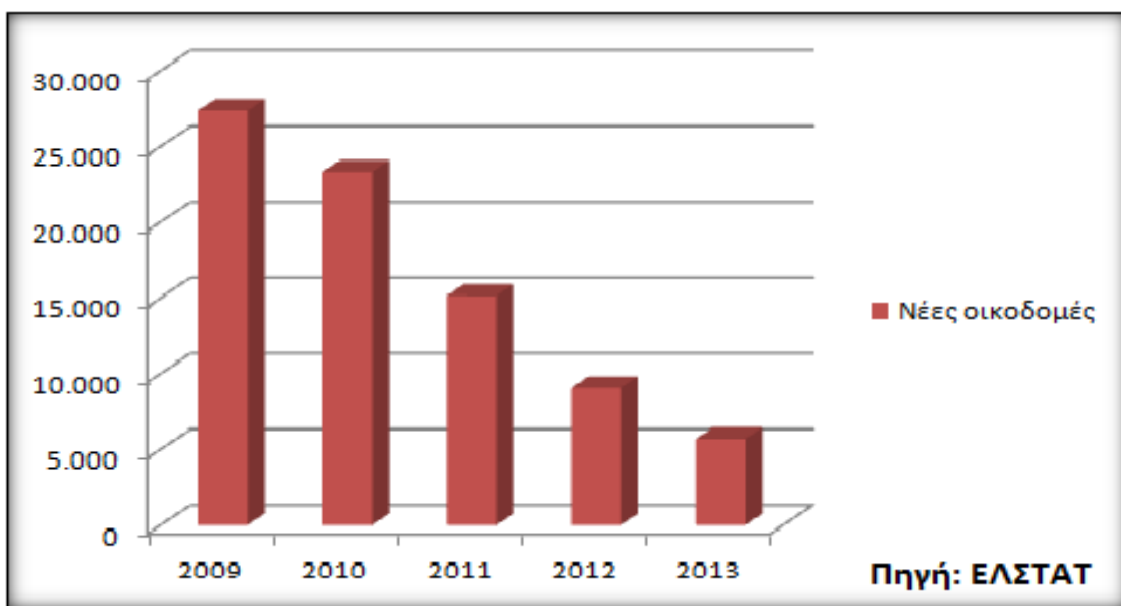
IV.2.2. Οι επιπτώσεις της κρίσης

Η ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2009 επιδείνωσε την κατάσταση σε όλους τους τομείς της οικονομίας και η αγορά ακινήτων δεν αποτέλεσε εξαίρεση. Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε μία περίοδο ύφεσης, η οποία έχει δυσμενείς επιπτώσεις τόσο στις συναλλαγές που αφορούν σε ακίνητα όσο και στις εταιρείες που εμπλέκονται στον ελληνικό κλάδο κατασκευών και την αγορά ακινήτων γενικότερα. Επιπροσθέτως,

αναμένεται να υπάρξει αναθεώρηση προς τα πάνω των αντικειμενικών αξιών των ακινήτων μέχρι το 2016, κάτι που δεν έχει συμβεί από το 2007. Μία τέτοια εξέλιξη, σε ένα περιβάλλον όπου υπάρχει έντονο πρόβλημα ρευστότητας, θα μπορούσε να χειροτερεύσει περαιτέρω την κατάσταση για την αγορά ακινήτων, καθώς θα προκαλούσε αύξηση στην φορολογία των ακινήτων αλλά και στις εμπορικές τιμές τους (Vlami, 2013).

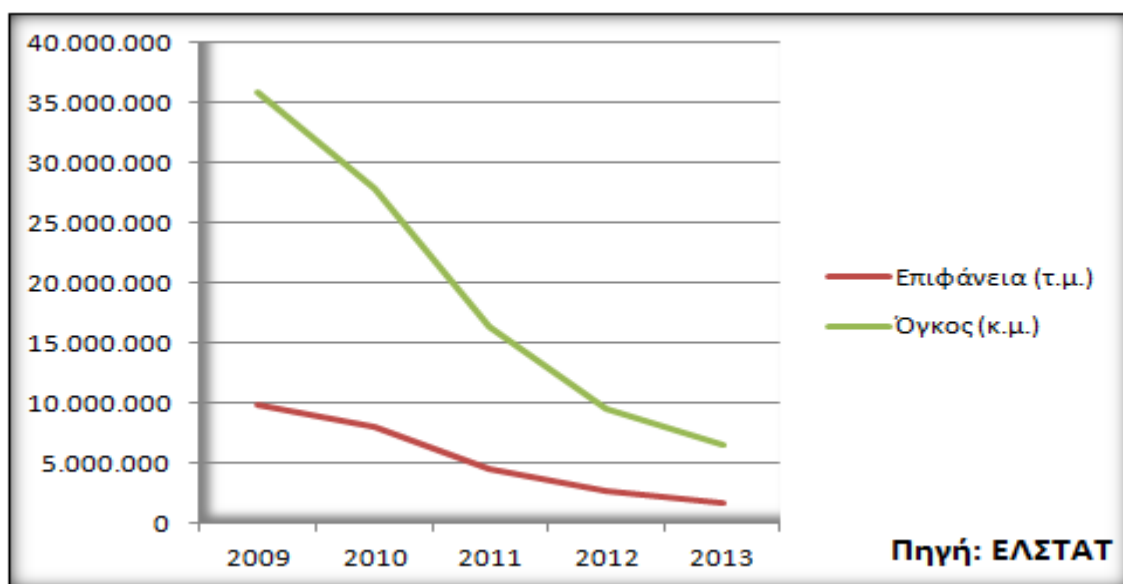
Η οικοδομική δραστηριότητα έχει συρρικνωθεί σε μεγάλο βαθμό από τη χρονική στιγμή που εκδηλώθηκε η κρίση. Αν εξετάσει κανείς τον αριθμό των νέων οικοδομών κατά έτος θα διαπιστώσει μία απότομη μείωση που δεν φαίνεται να αναστέλλεται για την ώρα. Συγκεκριμένα το 2009 υπήρξαν 27.447 νέες οικοδομές σε όλη την χώρα (ΕΛΣΤΑΤ, 2010α), ο αριθμός αυτός μειώθηκε το 2010 σε 23.380 νέες οικοδομές (ΕΛΣΤΑΤ, 2011β) και το 2011 παρουσίασε ακόμα πιο απότομη πτώση φτάνοντας στις 15.144 νέες οικοδομές σε όλη την Ελλάδα (ΕΛΣΤΑΤ, 2012α). Η έντονα πτωτική πορεία συνεχίστηκε το 2012, οπότε οι νέες οικοδομές ήταν λιγότερες από 10.000 και συγκεκριμένα μόλις 9.066 (ΕΛΣΤΑΤ, 2013α) καθώς και το 2013, οπότε υπήρξαν μόλις 5.675 νέες οικοδομές σε όλη τη χώρα (ΕΛΣΤΑΤ, 2014α). Η πορεία της οικοδομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα, κατά τη διάρκεια της κρίσης, αποτυπώνεται στο διάγραμμα 19.

Διάγραμμα 19: Νέες άδειες οικοδομών στην Ελλάδα 2009-2013

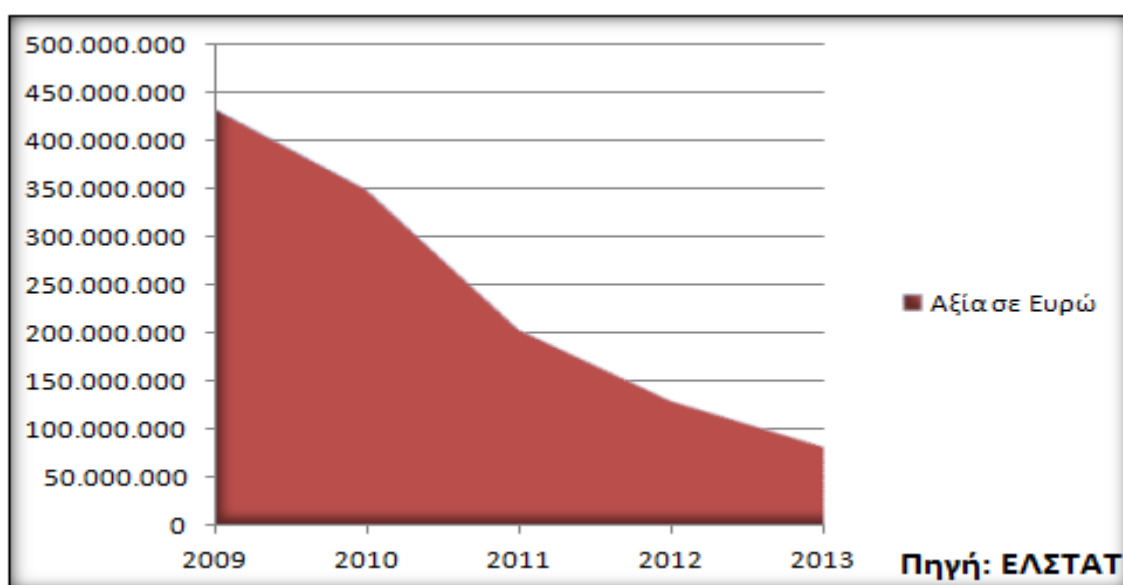


Η μείωση στην κατασκευή νέων οικοδομών δεν συνοδεύτηκε από μία αύξηση στο μέγεθος τους και όπως είναι αναμενόμενο μεταφράστηκε και σε αντίστοιχη μείωση στην νεόδμητη επιφάνεια και στον όγκο των νέων οικοδομών, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 20. Συναφής με όλα τα προηγούμενα είναι και η μεγάλη μείωση της συνολικής αξίας των νεόδμητων οικοδομών από €432.046.965 το 2009 (ΕΛΣΤΑΤ, 2010α) σε €81.065.157 το 2013 (ΕΛΣΤΑΤ, 2014α), η οποία αποτυπώνεται στο διάγραμμα 21.

Διάγραμμα 20: Επιφάνεια και όγκος νέων οικοδομών 2009-2013



Διάγραμμα 21: Αξία νέων οικοδομών 2009-2013



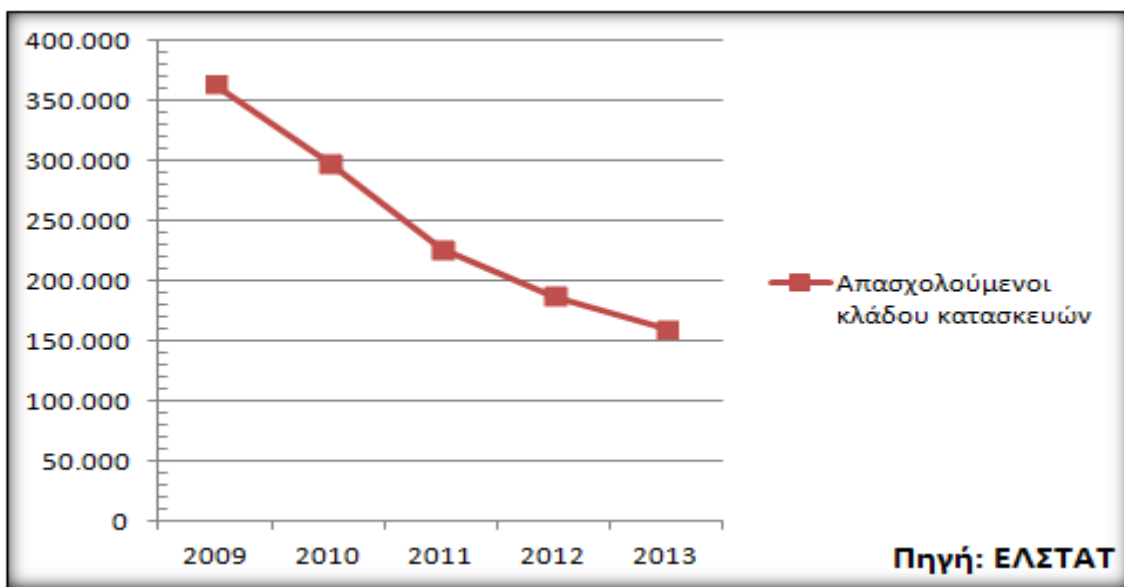
Αντίστοιχη εικόνα παρουσιάζει και η αγορά επαγγελματικής στέγης στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα υπάρχει μειωμένη ζήτηση για μίσθωση επαγγελματικής στέγης, λόγω της οικονομικής αστάθειας που έχει προκαλέσει η κρίση και παρατηρείται μια έντονη τάση για επαναδιαπραγμάτευση των όρων και των μισθωμάτων των υπάρχοντων συμβολαίων εκμίσθωσης. Ομοίως, η προσέλκυση επενδυτών είναι σε τόσο χαμηλά επίπεδα και γι' αυτό δίδονται υψηλότερες αποδόσεις σε πιθανές επενδύσεις στον χώρο της επαγγελματικής στέγης (Vlamiis, 2013).

Γενικότερα οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά ακινήτων αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα τα οποία πολλές φορές αφορούν στην ίδια την οικονομική τους βιωσιμότητα. Είναι ενδεικτικό ότι ήδη από το 2011 οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) εταιρείες του κατασκευαστικού κλάδου παρουσιάζουν μεγάλες ζημίες και δεν είναι σε θέση να διανείμουν μέρισμα (Βλάμης, 2012). Η μεγάλη μείωση του κύκλου εργασιών των εταιρειών αυτών, αλλά και όλων των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην αγορά ακινήτων, οδήγησε πολλές από αυτές να κάνουν αίτηση για να ενταχθούν στη ρύθμιση του άρθρου 99 του Πτωχευτικού Κώδικα (Βλάμης, 2012). Ταυτόχρονα οδήγησε και στην συρρίκνωση του απασχολούμενου εργατικού δυναμικού στις εταιρείες αυτές.

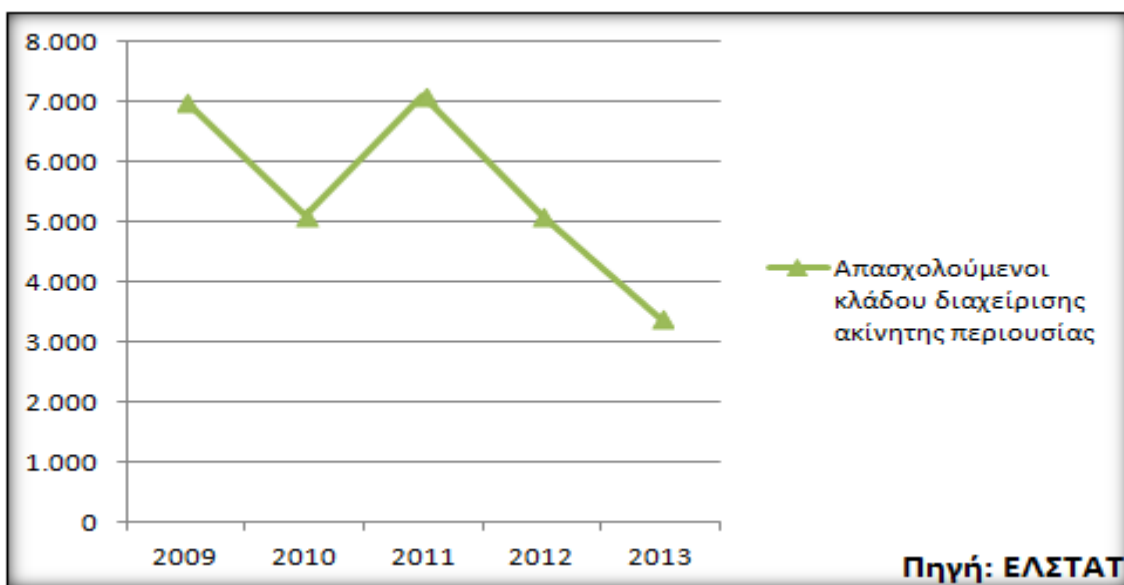
Πιο συγκεκριμένα κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2014 απασχολούνταν 364.100 εργαζόμενοι στον κλάδο των κατασκευών και 7.000 στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (ΕΛΣΤΑΤ, 2010β). Το αντίστοιχο τρίμηνο του 2010 οι εργαζόμενοι στις κατασκευές μειώθηκαν σε 298.600 και στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας σε 5.100 (ΕΛΣΤΑΤ, 2011γ). Το τέταρτο τρίμηνο του 2011 υπήρξε μία ανάκαμψη στην απασχόληση στον κλάδο της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, με επιστροφή στους 7.100 εργαζομένους, ενώ ο κλάδος των κατασκευών συνέχισε την πτωτική του πορεία με 227.000 απασχολούμενους (ΕΛΣΤΑΤ, 2012β). Η πτώση του αριθμού των απασχολούμενων συνεχίστηκε και το 2012 και το 2013, στους δύο κλάδους. Έτσι στο τέταρτο τρίμηνο του 2012 απασχολούνταν 187.500 εργαζόμενοι στις κατασκευές και 5.100 στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (ΕΛΣΤΑΤ, 2013β) και το τελευταίο τρίμηνο του 2013 160.500 στις κατασκευές και 3.400 στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (ΕΛΣΤΑΤ, 2014β). Οι μεταβολές αυτές αποτυπώνονται στα διαγράμματα 22 και 23.

Η επίδραση της κρίσης στην αγορά ακινήτων γίνεται εμφανής από τα ανωτέρω στοιχεία. Σε αυτό το σημείο, όμως, κρίνεται απαραίτητη και η εξέταση των συγκεκριμένων παραγόντων που οδήγησαν στην κατάσταση αυτή εντός της κρίσης.

Διάγραμμα 22: Απασχολούμενοι στον κλάδο κατασκευών 2009-2013



Διάγραμμα 23: Απασχολούμενοι στον κλάδο διαχείρισης ακίνητης περιουσίας 2009-2013



IV.2.2.1. Λόγοι που οδήγησαν την ελληνική αγορά ακινήτων σε ύφεση

Η κρίση προσέθεσε μία σειρά παραγόντων στα ήδη υπάρχοντα προβλήματα της ελληνικής αγοράς ακινήτων οδηγώντας την σε ύφεση. Ο βασικότερος παράγοντας είναι η γενικότερη συρρίκνωση της οικονομίας, συνέπεια της εφαρμογής των προγραμμάτων λιτότητας, που εφαρμόστηκαν από το 2010 και μετά, ώστε να επέλθει εξυγίανση των δημοσιονομικών μεγεθών της χώρας. Η μείωση σε μισθούς και μεταβιβαστικές πληρωμές, του Δημοσίου, επέφερε μείωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών και αυτό οδήγησε σε συρρίκνωση του τζίρου σε όλους σχεδόν τους κλάδους της οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, πολλά καταστήματα έκλεισαν και τα αντίστοιχα ακίνητα έμειναν αδιάθετα, καθώς δεν υπήρχε ζήτηση για αγορά ή ενοικίασή τους (Vlamiis, 2013). Ομοίως, η ζήτηση από τα νοικοκυριά για νεόδμητες κατοικίες περιορίστηκε δραστικά, λόγω της αβεβαιότητας που επικρατεί. Οι δύο αυτοί παράγοντες συνδέονται με την πολύ κακή ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά ακινήτων, εξ' αιτίας των φόβων που υπάρχουν για περαιτέρω χειροτέρευση της κατάστασης της οικονομίας (Βλάμης, 2012).

Εξίσου μεγάλη επίδραση είχε και ο περιορισμός των χορηγούμενων δανείων από τις τράπεζες, καθώς η ρευστότητα που απαιτείται για την λειτουργία της αγοράς ακινήτων εξασφαλίζεται σε μεγάλο βαθμό μέσω του δανεισμού. Πριν από την κρίση οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια τα οποία υπερέβαιναν το σύνολο της αξίας του ακινήτου, το οποίο και χρησιμοποιούνταν ως εγγύηση. Η αποκλιμάκωση των τιμών των ακινήτων προκάλεσε το φαινόμενο της «αρνητικής καθαρής θέσης» (negative equity), το οποίο δεν μπορούσε να αντιμετωπιστεί ούτε μέσω της κατάσχεσης ακινήτων, λόγω του προστατευτικού νομικού πλαισίου που είχε τεθεί σε ισχύ (Βλάμης, 2012). Οι τράπεζες περιορίσαν το δανεισμό και ένας μεγάλος αριθμός αιτήσεων για στεγαστικά δάνεια απορρίπτεται, ακόμα και αν υπάρχουν εγγυήσεις. Πέραν, αυτού, οι τράπεζες σημείωσαν μεγάλες ζημιές, λόγω της επιβολής του PSI και ως εκ τούτου βρέθηκαν σε αδυναμία ως προς τη χορήγηση δανείων γενικότερα. Το γεγονός αυτό είχε αρνητικές συνέπειες κυρίως για τον κατασκευαστικό κλάδο, αλλά και γενικότερα για την αγορά ακινήτων.

Ειδικότερα για τις κατασκευαστικές εταιρείες, παρατηρούνται ορισμένα επιπλέον προβλήματα. Αρχικά λόγω της επιδείνωσης της κατάστασης στην αγορά, πολλές από αυτές αδυνατούν να αποπληρώσουν δάνεια προηγούμενων ετών. Την ίδια στιγμή, όμως, υπάρχουν ανεξόφλητες οφειλές του Δημοσίου προς τον κλάδο, οι οποίες μέχρι το 2012 ανέρχονταν σε €2.500.000.000 (Βλάμης, 2012). Την ίδια στιγμή η συνεχής

συρρίκνωση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) έχει σαν αποτέλεσμα την έλλειψη δημοπράτησης νέων έργων υποδομής, αλλά και την ακύρωση παλαιότερων (Βλάμης, 2012).

Τέλος, αρνητική επίδραση έχει και το γεγονός, ότι αντί να γίνεται μία προσπάθεια εξορθολογισμού του φορολογικού συστήματος, με αφορμή την κρίση, έχει επιβληθεί μία σειρά νέων φορολογικών μέτρων⁷ στην ακίνητη περιουσία, τα οποία διαμορφώνουν συνθήκες για την περαιτέρω μείωση του ενδιαφέροντος για επενδύσεις στην αγορά ακινήτων (Βλάμης, 2012).

⁷ Έκτακτο ειδικό τέλος ηλεκτροδοτημένων δομημένων επιφανειών, μείωση αφορολόγητου για την αγορά πρώτης κατοικίας, επαναφορά του Φόρου Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, στη θέση του Ειδικού Τέλους Ακίνητης Περιουσίας και επικείμενη αύξηση αντικειμενικών αξιών, για να αυξηθούν τα φορολογικά έσοδα από μεταβιβάσεις ακινήτων, κληρονομίες, δωρεές και γονικές παροχές.

V. Συμπεράσματα- Προτάσεις

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάστηκαν δύο διαφορετικές κρίσεις, το υπόβαθρό, οι συνέπειες και ο τρόπος αντιμετώπισής τους καθώς και η επίδραση που είχαν στην αγορά ακινήτων των χωρών στις οποίες εκδηλώθηκαν. Η κρίση των sub-primes στις ΗΠΑ ήταν μία κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στην οποία η αγορά ακινήτων και κυρίως η αγορά κατοικίας λειτούργησε ως το όχημα για την εκδήλωσή της. Είναι ασφαλές να συμπεράνουμε ότι το ξέσπασμα της κρίσης δεν οφείλεται στην λειτουργία της αγοράς ακινήτων, αλλά στην έλλειψη ελέγχου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Άλλωστε και στο παρελθόν είχαν εκδηλωθεί αντίστοιχες κρίσεις, στο επίκεντρο των οποίων είχαν βρεθεί διαφορετικά προϊόντα. Το κοινό σημείο μεταξύ όλων αυτών ήταν η αλληλουχία των γεγονότων που τις χαρακτήριζε, η οποία όπως είδαμε στο κεφάλαιο II έχει περιγραφεί από τον Heyman Minsky.

Ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίστηκε η κρίση των sub-primes από την κυβέρνηση των ΗΠΑ, μπορεί να χαρακτηριστεί ως επιτυχημένος, εκ του αποτελέσματος. Όσο επιτυχημένη μπορεί, βέβαια, να είναι μία εκ των υστέρων αντιμετώπιση ενός προβλήματος τη στιγμή που η πρόληψη έχει αποτύχει. Η οικονομία των ΗΠΑ μπήκε σε τροχιά ανάκαμψης από το 2009 και αν και δεν έχει φτάσει στα προ κρίσης επίπεδα φαίνεται να αναπτύσσεται με σταθερούς ρυθμούς. Η αγορά ακινήτων, όπως φάνηκε στο κεφάλαιο IV, ανακάμπτει όπως και οι άλλοι τομείς της οικονομίας, αν και με πιο αργούς ρυθμούς, λόγω της θέσης της στην κρίση των sub-primes. Σε αυτό το πλαίσιο αναφοράς, αυτό που πρέπει να κάνει η αμερικάνικη κυβέρνηση πλέον είναι να φροντίσει ώστε να μην επαναληφθούν τα γεγονότα που οδήγησαν στην κρίση.

Η ψήφιση του Wall Street reform and consumer protection Act, ή αλλιώς Dodd- Frank Act, από τα ονόματα των εισηγητών του, αποτελεί ένα σημαντικό βήμα για την επαναρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα αν και εξακολουθεί να μην καλύπτει ζητήματα, όπως το σκιώδες χρηματοπιστωτικό σύστημα (shadow banking). Ένα επιπλέον πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπιστεί είναι το γεγονός ότι για να είναι αποτελεσματική οποιασδήποτε μορφής ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα πρέπει να γίνει σε διεθνές επίπεδο. Σε αντίθετη περίπτωση οι επενδυτές θα αναζητήσουν εναλλακτικά προσοδοφόρες αγορές, προκαλώντας ενδεχομένως προβλήματα στην αμερικανική οικονομία. Οι συμφωνίες της Βασιλείας θα μπορούσαν να λειτουργήσουν θετικά στον τομέα αυτό, αλλά η εξάρτηση της εφαρμογής τους από

τη βούληση των κυβερνήσεων καθιστά την αποτελεσματικότητά τους αμφίβολη. Η αναβάθμιση τους σε δεσμευτικούς κανόνες του διεθνούς δικαίου θα μπορούσε να προσφέρει τα απαραίτητα εγγύα για την εφαρμογή τους, ανεξαρτήτως άλλων συνθηκών.

Η ελληνική κρίση, όπως είδαμε και το κεφάλαιο III, δεν προήλθε από το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά από το κράτος. Ήταν μία δημοσιονομική κρίση, η οποία βέβαια προκάλεσε σοβαρά προβλήματα σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Έτσι σε αντίθεση με την κρίση των ΗΠΑ, στην Ελλάδα τα προβλήματα του Δημόσιου τομέα επεκτάθηκαν και επηρέασαν τον ιδιωτικό. Η αντιμετώπισή της ήταν επίσης διαφορετική, καθώς ούτε το κράτος αλλά ούτε και η κεντρική τράπεζα είχαν τη δυνατότητα και τα κεφάλαια, για να προσφέρουν την απαραίτητη στήριξη στην οικονομία, όπως έγινε στις ΗΠΑ. Η λύση που προκρίθηκε ήταν οικονομική βοήθεια από το εξωτερικό, συνοδευόμενη από δεσμεύσεις για την εφαρμοζόμενη πολιτική και για μεταρρυθμίσεις. Καθώς η κρίση δεν φαίνεται να έχει ολοκληρώσει τον κύκλο της ακόμα, είναι παρακινδυνευμένο να ορίσουμε μονοσήμαντα την αποτελεσματικότητα των προγραμμάτων διάσωσης. Όπως εκτέθηκε και στο κεφάλαιο III, υπάρχουν θετικές και αρνητικές εξελίξεις που πηγάζουν από τα προγράμματα αυτά.

Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, η ελληνική αγορά ακινήτων δεν βρισκόταν στο επίκεντρο της εκδήλωσης της κρίσης. Επηρεάστηκε, από αυτήν, όπως και κάθε άλλος τομέας της οικονομίας. Το πρόβλημα στην περίπτωση αυτή είναι ότι η αγορά ακινήτων υπήρξε ένας από τους βασικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας κατά το παρελθόν. Εκτός αυτού συνδέεται άμεσα και με άλλους κλάδους, όπως είναι η παραγωγή πρώτων υλών και δομικών υλικών. Η τρέχουσα κρίση στην αγορά ακινήτων έχει, συνεπώς πολύ σοβαρές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία. Ένα άλλο ζήτημα είναι, όπως είδαμε, η ανεργία που δημιουργείται, καθώς κυρίως ο κλάδος των κατασκευών είναι εντάσεως εργασίας και η πτώση του μεταφράζεται σε απώλεια πολλών θέσεων εργασίας.

Μέσα σε αυτήν την κατάσταση, όμως, δίνεται η ευκαιρία να αντιμετωπιστούν και ορισμένα από τα προβλήματα που υπήρχαν πριν από την κρίση στον κλάδο. Μία καλή αρχή θα ήταν η απλοποίηση του σύνθετου φορολογικού συστήματος, το οποίο αποτελεί αντικίνητρο για επίδοξους επενδυτές σε όλους τους κλάδους της οικονομίας. Επίσης χρειάζεται να λυθούν τα ανοικτά ζητήματα που αφορούν στο χωροταξικό σχεδιασμό και στις χρήσεις γης. Η πρόοδος που έχει σημειωθεί, μετά από πολύ καιρό, στο ζήτημα

του Κτηματολογίου θα πρέπει να συνοδευτεί από έναν σύγχρονο πολεοδομικό σχεδιασμό. Επιπροσθέτως, θα ήταν χρήσιμο, εν όψει της αναμενόμενης μείωσης των κονδυλίων της ΕΕ, εξαιτίας της ένταξης νέων κρατών-μελών, οι ελληνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά ακινήτων να στραφούν και προς νέες ανεκμετάλλευτες αγορές του εξωτερικού (Βλάμης, 2012). Σε ότι αφορά στην αγορά της Ελλάδας, θα πρέπει να ωριμάσει γρήγορα ώστε να μπορεί να προσφέρει ελκυστικά προϊόντα για τους επενδυτές. Αν και το ζήτημα της κατάκτησης της ιδιοκτησίας είναι δύσκολο να επιλυθεί άμεσα, αυτό που θα μπορούσε να γίνει είναι να υπάρξει αξιοποίηση της ανεκμετάλλευτης ακίνητης περιουσίας που βρίσκεται στα χέρια κρατικών φορέων ή φορέων της Τοπικής Αυτοδιοίκησης. Σαφώς μία τέτοια διαδικασία φαίνεται να έχει ήδη ξεκινήσει, αλλά υπάρχουν εμπόδια στην εξέλιξή της. Τέλος, κρίνεται ως θετικό το γεγονός ότι σε μεγάλο βαθμό έχει αποτραπεί, δια νόμου, η κατάσχεση ακινήτων ιδιωτών από τις τράπεζες, λόγω της αδυναμίας εξόφλησης δανείων. Πέραν της κοινωνικής διάστασης της κίνησης αυτής θα πρέπει να αναλογιστούμε ότι η μεγάλη συσσώρευση και προσπάθεια εκποίησης ακινήτων από τις τράπεζες θα οδηγούσε σε περαιτέρω υποβάθμιση της αξίας τους. Αυτό θα δημιουργούσε προβλήματα και στις περιπτώσεις πώλησης δημόσιας ακίνητης περιουσίας, καθώς η υπερβολική προσφορά θα προκαλούσε μειωμένα έσοδα για το κράτος από τη διαδικασία αυτή.

Αυτό που χρειάζεται αυτή τη στιγμή η αγορά ακινήτων, όπως και κάθε άλλη αγορά στην Ελλάδα είναι ρευστότητα, έτσι ώστε να μπορέσει να ανασυνταχθεί και να ανακάμψει. Ως εκ τούτου θα πρέπει οι εμπορικές τράπεζες να στηρίξουν αξιόπιστες εταιρείες, κυρίως του κατασκευαστικού κλάδου, έτσι ώστε η προσωρινή τους αδυναμία, λόγω της ύφεσης, να μην μετατραπεί σε χρεοκοπία. Μία ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα, παράλληλα με την ανάπτυξη που παρατηρείται σε άλλους τομείς, όπως ο τουρισμός και το εξαγωγικό εμπόριο, μπορεί να συμβάλει στην αντιμετώπιση των συνεπειών της παρούσας κρίσης.

Βιβλιογραφία

Έντυπη βιβλιογραφία

Ξενογλώσση

- Chambers, M.S., Garriga, C. & Schlagenhauf, D. (2008). “Mortgage innovation, mortgage choice and housing decisions”. *Federal Reserve Bank of St. Lewis Review*. Vol. 90. no. 6. pp. 585-608.
- Chatzitsolis, N. & Vlamis, P. (2014). “The boom and bust of the Greek housing market”. *REI*. Vol. 39. no 1. pp. 9-17.
- Crowther, J. (1995). *Oxford advanced learner’s dictionary of current English*. 5th edn. London: Oxford University Press.
- Chomsisengphet, S. & Pennington-Cross, A. (2006). “The evolution of the subprime mortgage market”. *Federal Reserve Bank of St. Lewis Review*. Vol. 88. no. 1. pp. 31-56.
- Galbraith, J. (2009). *The Great Crash*. Boston: Mariner Books
- Goldston, R.C. (1981). *The Great Depression, the United States in the thirties*. Robbinsdale: Fawcett Premier.
- Goodhart, C. & Tsomokos, D. (2012). *The challenge of financial stability. A new model and its applications*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Johnson, S. & Kwak, J. (2010). *13 Bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown*. New York: Pantheon Books.
- Kindleberger, C. & Aliber, R. (2011). *Manias, Panics and crashes. A history of financial crisis*. 6th edn. New York: Palgrave- Macmillan.
- Kouretas G.P. & Vlamis, P. (2010). “The Greek crisis: Causes and implications”. *Panoeconomicus*, Vol. 4. pp. 391-404.
- Markham, J (2001). *A financial history of the United States. Volume 3*. New York: M.E. Sharp Inc.
- Mizen, P. (2008). “The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions and policy responses”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 90. no 5. pp. 531-567.

- Rohe, W.M. & Watson, H.L. (2007). *Chasing the American Dream: New perspectives on affordable homeownership*. New York: Cornell University Press.
- Schwartz, H. & Seabrooke, L. (2009). *The politics of housing booms and busts*. New York: Palgrave- Macmillan.
- Stiglitz, J. (2013). *The Price of inequality. How today's divided society endangers our future*. New York: W. W. Norton & Co.
- Vlamis, P. (2013). "Greek fiscal crisis and repercussions for the property market". London School of Economics. *Hellenic Observatory papers in Greece and Southeast Europe*. Paper no. 76.

Ελληνική

- Cohn, T. (2009). *Διεθνής Πολιτική Οικονομία. Θεωρία και πράξη*. Αθήνα: Gutenberg.
- Gilpin, R. (2002α). *Η πρόκληση του παγκόσμιου καπιταλισμού. Η παγκόσμια οικονομία τον 21ο αιώνα*. Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα.
- Gilpin, R. (2002β). *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία. Η διεθνής οικονομική τάξη*. Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα.
- Kennedy, P. (1991). *Η άνοδος και η πτώση των Μεγάλων Δυνάμεων. Οικονομική μεταβολή και στρατιωτική σύγκρουση από το 1500 ως το 2000*. Αθήνα: Αξιωτέλης.
- Keynes, J.M. (2001). *Η γενική θεωρία της απασχόλησης του τόκου και του χρήματος*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Krugman, P. (2012). *Τέλος στην ύφεση τώρα!* Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις.
- McAleese, D. (2005). *Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές: Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση*. Αθήνα: Τυπωθήτω.
- Mearsheimer, J.J. (2006). *Η τραγωδία της πολιτικής των μεγάλων δυνάμεων*. 6^η έκδοση. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Βλάμης, Π. & Καλφμανώλη, Κ. (2008). «Η ελληνική αγορά ακινήτων για τους ενδιαφερόμενους ξένους επενδυτές: Προοπτικές και προβλήματα». *Αγορά χωρίς σύνορα*. Vol. 13. no. 3. pp. 194-211.

- Βλάμης, Π. (2012). «Οικονομική κρίση, η ελληνική αγορά ακινήτων και πολιτικές ανάπτυξης». Τράπεζα της Ελλάδος. *Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση*. pp. 138-165.
- Διαμαντόπουλος, Θ. (1997), *Η Ελληνική Πολιτική Ζωή: Εικοστός Αιώνας. Από την προβενιζελική στη μεταπαπανδρεϊκή εποχή*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Καζάκος, Π. (2009). *Ανάμεσα σε κράτος και αγορά. Οικονομία και οικονομική πολιτική στην μεταπολεμική Ελλάδα, 1944-2000*. Αθήνα: Εκδόσεις Πατάκης.
- Κονδύλης, Π. (1984). *Έργα Niccolo Machiavelli*. Αθήνα: Κάλβος.
- Ρουμελιώτης, Π. (2002). *Παγκόσμια διακυβέρνηση ή ηγεμονική παγκοσμιοποίηση*; Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη.
- Ρουμελιώτης, Π. (2009). *Προς έναν πολυπολικό κόσμο*. Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη.
- Χαραλάμπης, Δ. (2012) «Κράτος, δημόσια διοίκηση και οικονομία της αγοράς στην Ελλάδα. Το ελληνικό παράδοξο: κοινωνικό συμβόλαιο versus πελατειακό συμβόλαιο». *Πρακτικά συνεδρίου: «Ηθική και δεοντολογία στη σύγχρονη δημόσια διοίκηση»*. Αθήνα: ΕΚΔΔ. pp. 31-52.
- Χαρδούβελης, Γ. (2011). *Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική*. Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη.

Διαδικτυακή βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- Bernanke, B. (2012). “Speech at the Russell Sage Foundation and the Century Foundation Conference on Rethinking Finance”. New York: Board of Governors of the Federal Reserve System. Τελευταία ανάγνωση: 14/05/2014. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>
- Berenson, A. (2008). “Wall Street’s turmoil sends stocks reeling”. *The New York Times*. Τελευταία ανάγνωση: 08/05/2014. <http://www.nytimes.com/2008/09/16/business/worldbusiness/16markets.html?hp>
- EFSF. (2013). “EFSF general questions”. Τελευταία ανάγνωση: 06/06/2014. http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

- European Commission (2013) “The second economic adjustment programme for Greece. Third review- July 2013”. Τελευταία ανάγνωση: 10/05/2014. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp159_en.pdf
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). (2014). “Failed Bank List”. Τελευταία ανάγνωση: 08/05/2014. <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>
- Federal Reserve Bank of New York (FED). (1933). “The Banking Act of 1933”. Τελευταία ανάγνωση: 02/05/2014. http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf
- Federal Reserve Bank of St. Louis (FED). (2014). “Economic research. Graph: Civilian unemployment rate”. Τελευταία ανάγνωση: 31/05/2014. <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=UNRATE>
- Gilbert, A. (1986). “Requiem for Regulation Q: what it did and why it passed away” St. Louis: Federal Reserve Bank. Τελευταία ανάγνωση: 03/05/2014. http://research.stlouisfed.org/publications/review/86/02/Requiem_Feb1986.pdf
- Kocieniewski, D. (2012). “Since 1980s, the kindest of tax cuts for the rich”. *The New York Times*. Τελευταία ανάγνωση: 03/05/2014. http://www.nytimes.com/2012/01/18/us/politics/for-wealthy-tax-cuts-since-1980s-have-been-gain-gain.html?_r=0
- Lambert, R. (2008) “Crashes, Bangs and Wallops”. *The Financial Times*. Τελευταία ανάγνωση: 10/05/2014. <http://www.ft.com/cms/s/0/7173bb6a-552a-11dd-ae9c-000077b07658.html>
- Pristin, T. (2008). “Risky real estate deals helped doom Lehman”. *The New York Times*. Τελευταία ανάγνωση: 08/05/2014. http://www.nytimes.com/2008/09/17/realestate/commercial/17real.html?_r=0
- Spiegel online International (2013). “Wealth Report Criticism: Merkel Says Germans Richer than Statistics Suggest”. Τελευταία ανάγνωση: 03/05/2014 <http://www.spiegel.de/international/germany/chancellor-merkel-rejects-findings-of-ecb-wealth-report-a-895365.html>
- The World Bank (2014). “GDP (Current US\$)”. Τελευταία ανάγνωση: 01/06/2014. <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

- US Census Bureau. (2005). “Residential finance survey 2001- Census 2000 special reports (report CENSR-27)”. Τελευταία ανάγνωση: 07/05/2014.
<http://www.census.gov/housing/rfs/data/censr-27.pdf>
- US Census Bureau. (2014α). “Business and industry. Construction spending”. Τελευταία ανάγνωση: 30/05/2014.
<http://www.census.gov/econ/currentdata/dbsearch?program=VIP&startYear=2002&endYear=2014&categories=AXXXX&dataType=T&geoLevel=US&adjusted=1&submit=GET+DATA>
- US Census Bureau. (2014β). “Business and industry. New residential construction”. Τελευταία ανάγνωση: 30/05/2014.
<http://www.census.gov/econ/currentdata/dbsearch?program=RESCONST&startYear=2000&endYear=2014&categories=APERMITS&dataType=TOTAL&geoLevel=US&adjusted=1&submit=GET+DATA>
- US Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. (2014). “Gross Domestic Product (GDP) by industry data”. Τελευταία ανάγνωση: 30/05/2014.
http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm
- US Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. (2014). “Employment by major industry sector”. Τελευταία ανάγνωση: 31/05/2014.
http://www.bls.gov/emp/ep_table_201.htm

Ελληνική

- Γκόρτσος, Χ. (2011). «Βασιλεία III: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος.» Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών. Τελευταία Ανάγνωση: 12/05/2014.
<http://62.1.43.74/5Ekdosis/UplPDFs/syllogikostomos/30-z%20GORTSOS%20519-540.pdf>
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2010α). «Νέες οικοδομές, όροφοι, όγκος, επιφάνεια και αξία αυτών, κατά διοικητική περιφέρεια και νομό (Συγκεντρωτικό 2009)». Τελευταία ανάγνωση: 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A1302/Other/A1302_SOP03_TB_MM_00_2009_01_F_BI_0.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2010β). «Δελτίο Τύπου: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού (Δ' τρίμηνο 2009)». Τελευταία ανάγνωση

29/05/2014.

http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2009_01_F_GR.pdf

- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2011α). «Δελτίο τύπου- Ετήσιοι εθνικοί λογαριασμοί: Αναθεωρημένα στοιχεία για την περίοδο 2005-2010». Τελευταία ανάγνωση: 13/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0702/PressReleases/A0702_SEL15_DT_AN_00_2010_02_F_GR.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2011β). «Νέες οικοδομές, όροφοι, όγκος, επιφάνεια και αξία αυτών, κατά διοικητική περιφέρεια και νομό (Συγκεντρωτικό 2010)». Τελευταία ανάγνωση: 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A1302/Other/A1302_SOP03_TB_MM_00_2010_01_F_BI_0.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2011γ). «Δελτίο Τύπου: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού (Δ' τρίμηνο 2010)». Τελευταία ανάγνωση 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2010_01_F_GR.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2012α). «Νέες οικοδομές, όροφοι, όγκος, επιφάνεια και αξία αυτών, κατά διοικητική περιφέρεια και νομό (Συγκεντρωτικό 2011)». Τελευταία ανάγνωση: 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A1302&r_param=SOP03&y_param=2011_00&mytabs=0
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2012β). «Δελτίο Τύπου: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού (Δ' τρίμηνο 2011)». Τελευταία ανάγνωση 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2011_01_F_GR.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2013α). «Νέες οικοδομές, όροφοι, όγκος, επιφάνεια και αξία αυτών, κατά διοικητική περιφέρεια και νομό (Συγκεντρωτικό 2012)». Τελευταία ανάγνωση: 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A1302&r_param=SOP03&y_param=2012_00&mytabs=0

- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2013β). «Δελτίο Τύπου: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού (Δ' τρίμηνο 2012)». Τελευταία ανάγνωση 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressRelease/s/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2012_01_F_GR.pdf
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2014α). «Νέες οικοδομές, όροφοι, όγκος, επιφάνεια και αξία αυτών, κατά διοικητική περιφέρεια και νομό (Συγκεντρωτικό 2013)». Τελευταία ανάγνωση: 29/05/2014.
www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A1302&r_param=SOP03&y_param=2013_00&mytabs=0
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2014β). «Δελτίο Τύπου: Έρευνα απασχόλησης εργατικού δυναμικού (Δ' τρίμηνο 2013)». Τελευταία ανάγνωση 29/05/2014.
http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressRelease/s/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2013_01_F_GR.pdf
- Κορρές Γ., Κοκκίνου Α. & Τσομπάνογλου Γ. (2011). «Ελληνική Οικονομία: Δομή-Διάρθρωση, Δημόσιο Χρέος και Προοπτικές Ανάπτυξης». Αθήνα: Ευρωπαϊκή Εταιρεία Περιφερειακής Επιστήμης. Τελευταία ανάγνωση: 06/05/2014.
http://www.prd.uth.gr/sites/GS_RSAI/CONFERENCE_MAY2011_SITE/PAPERS_MAY2011_PDF_CD/KORRES_G_TSOBANOGLOU_G_KOKKINOU_E_29.pdf
- Πανελλήνιος Σύνδεσμος Τεχνικών Εταιριών (ΠΑΣΤΕ). (2011). «Ο ελληνικός κατασκευαστικός κλάδος». *Εξαμηνιαία έκθεση εξελίξεων*. Τεύχος 6^ο. Τελευταία ανάγνωση: 27/05/2014. http://sate.gr/nea/press/FINAL_6-2011.pdf
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). (2012). «Ετήσια οικονομική έκθεση για τη χρήση από 01/01/2012 έως 31/12/2012». Τελευταία ανάγνωση: 04/06/2014. http://www.hfsf.gr/files/hfsf_annual_report_2012_el.pdf
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). (2013). «Δραστηριότητες του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2013». Τελευταία ανάγνωση: 04/06/2014.
http://www.hfsf.gr/files/HFSF_activities_Jan_2013_Jun_2013_el.pdf

- Τσακίρη, Τ. (2012). «Η Ελλάδα δεν μπορεί να θρέψει τους Έλληνες». *Το Βήμα online*. Τελευταία ανάγνωση: 14/05/2014. <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=444399>
- Υπουργείο Οικονομικών (2010α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 58». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2015. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cb/9f/e1/cb9fe18249b0ea1510cf35bbf6d5d60a167a60a6/application/pdf/100819_debt_gr.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2010β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 59». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. <http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/0c/1e/56/0c1e5627a49cc5be895ee8f7c960efd2dc2d667c/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF.pdf>
- Υπουργείο Οικονομικών (2010γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 60». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/bd/d2/e2/bdd2e20d17cc15d26fac1784f8482dbcc7439b48/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF_60.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2011α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 61». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/9a/f2/89/9af289aa620763d3c8e1de97f691ffedc0e045ca/application/pdf/_%CE%8C_%CF%8D_+_61.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2011β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 63». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cf/d7/3b/cfd73bb1c7918cc6d2d30a9d302bf2ed392fad71/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF63.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2012α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους No. 64». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/19/68/61/196861a2429bd27046bf6550bc9ac58bf112901d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF64.pdf

- Υπουργείο Οικονομικών (2012β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 65». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/4c/7a/79/4c7a791c4dc324f317f8e4f129d390e56cab999d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF65.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2012γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 66». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/69/94/24/6994242bdcdbed8438e5dec516a43be68db4362e/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF66+%281%29.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2012δ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 68». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/28/c6/b9/28c6b9f58ce14e368c0eb22a585e1ef09136b3ad/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_68_%CE%95%CF%80%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%B9%CF%81..pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2013α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 69». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/86/68/e9/8668e9ebb44d3f42efd3f02e4afde4cd8f6e950f/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF+%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%AF%CE%BF%CF%85+%CE%A7%CF%81%CE%AD%CE%BF%CF%85%CF%82_%CE%9D%CE%BF69.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2013β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 70». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/06/fb/88/06fb88b3b779ffcfded88f05062f930c195af416/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF70.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2013γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 71». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/af/86/c8/af86c874e5d5dfc9d921b808b26839686882a132/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF71.pdf

- Υπουργείο Οικονομικών (2013δ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 72». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/c0/4a/7b/c04a7b4c0aa499cb68e754d7dafd08cce4ca817/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF72.pdf
- Υπουργείο Οικονομικών (2014) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 73». Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014. http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/3e/fb/37/3efb37990f750fc8d7918a5f384f72f00cef4944/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF73n.pdf

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα 1: Το θεωρητικό υπόβαθρο της εναλλαγής υποδείγματος της ρύθμισης στον αμερικάνικο χρηματοπιστωτικό τομέα

Η ανωτέρω διαπίστωση σημαίνει ότι ο πατέρας του Καπιταλισμού διαφωνεί με τον τρόπο με τον οποίο λειτούργησε και ευδοκίμησε ο τελευταίος κατά το μεγαλύτερο μέρος του 20ου αιώνα; Φυσικά και όχι. Ο Smith εξέφρασε την αντίθεσή του στην κρατική παρέμβαση, όπως τη γνώρισε και όχι όπως αυτή εξελίχθηκε με το πέρασμα του χρόνου και τον εκδημοκρατισμό των κρατών. Η παρέμβαση αυτή προερχόταν από ένα απολυταρχικά διοικούμενο κράτος, στο οποίο είχε πρόσβαση η παραδοσιακή αριστοκρατία που κατείχε τα καλλιεργήσιμα εδάφη. Οι προσπάθειες των εμπόρων και των βιοτεχνών σκόνταφταν στα εμπόδια και στην φορολόγηση που ως σκοπό είχε την διασφάλιση του πλούτου και της εξουσίας στα χέρια της άρχουσας τάξης. Το κοινωνικό συμφέρον ταυτιζόταν, από θεσμούς όπως το κράτος και η εκκλησία, με την διατήρηση του ανωτέρω status quo.

Σε αυτό το πλαίσιο αναφοράς είναι κατανοητό το γιατί ο Smith και άλλοι διανοητές μετά από αυτόν στράφηκαν υπέρ μιας αποδέσμευσης των δυνάμεων της οικονομίας από τον κρατικό έλεγχο. Πίστευαν, συνεπώς, ότι αντί για το νοθευμένο κοινωνικό συμφέρον, τα άτομα έπρεπε να επιδιώκουν το ατομικό τους συμφέρον. Το τελευταίο επιτάσσει την επωφελέστερη αξιοποίηση του κεφαλαίου που κατέχει κάθε άτομο και προϋποθέτει την ατομική ελευθερία. Η αναζήτηση του προσωπικού οφέλους από όλους τους δρώντες είναι επωφελέστερη για την κοινωνία στο σύνολό της. Η μεγιστοποίηση του οφέλους για όλους επιτυγχάνεται μέσω της αυτορρύθμισης της οικονομίας, όταν η λειτουργία της είναι ελεύθερη και δεν νοθεύεται από κρατικές ρυθμίσεις (Cohn, 2009).

Αν όμως ισχύει, απόλυτα, η παραπάνω θέση, τότε πως μπορεί να εξηγηθεί η εμφάνιση μεγάλων διαταραχών στην οικονομία και οι επακόλουθες τους κρίσεις, σε περιόδους όπου η κρατική παρέμβαση είναι μειωμένη; Ο ορθόδοξος φιλελευθερισμός βρέθηκε στο απόγειό του κατά τα τέλη του 19ου αιώνα και τις αρχές του 20ου. Τότε ξέσπασε και μία από τις μεγαλύτερες κρίσεις της ιστορίας. Το «χέρι» που περιέγραφε ο Smith δεν ήταν μόνο «αόρατο», ήταν και «αδύναμο».

Η λύση στο πρόβλημα δεν δόθηκε από κάποιο αντίπαλο οικονομικό δόγμα, αλλά βρέθηκε στα πλαίσια του φιλελευθερισμού και του καπιταλιστικού συστήματος. Ο John

Maynard Keynes διαπίστωσε ότι ενώ η οικονομία όντως κινείται σε κύκλους και η ανάπτυξη επανέρχεται μετά την κρίση, μπορεί να χρειαστεί τόσος χρόνος για αυτό ώστε να μην έχει σημασία για εμάς, καθώς δεν θα υπάρχουμε πια. Σύμφωνα με τον ίδιο η διαδικασία πρέπει να επισπευτεί δημιουργώντας ζήτηση και ο μόνος θεσμός σε θέση να το πράξει αυτό είναι το κράτος (Keynes, 2001). Στο πλαίσιο αυτό κρίθηκε ότι η παρέμβαση του κράτους μέσω ρυθμίσεων μπορεί να λειτουργήσει αντί-κυκλικά, ώστε να αποτρέπεται η δημιουργία κρίσεων κατά την ανάπτυξη και να απαλούνται οι δυσμενείς επιπτώσεις κατά την ύφεση.

Η δημιουργία στασιμοπληθωρισμού μετά τις πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του '70 και η κατάρρευση του συστήματος Breton- Woods, έδωσε νέα ώθηση στους υπέρμαχους της απορύθμισης των αγορών. Η άποψη αυτή επικράτησε τόσο ακαδημαϊκά όσο και πολιτικά και η πραγμάτωσή της συντελέστηκε κυρίως την εικοσαετία 1980- 2000. Δυστυχώς, το αποτέλεσμα ήταν μία ακόμα διεθνής κρίση, πρωτοφανούς μεγέθους, μετά από μια σειρά μικρότερων περιφερειακών, τις συνέπειες της οποίας τις ζούμε ακόμα. Πέραν αυτού όμως παρατηρήθηκε και ένα περίεργο φαινόμενο, η μετακίνηση των επενδύσεων από παραγωγικούς τομείς σε τομείς του χρηματοπιστωτικού τομέα. Έτσι για πρώτη φορά από τις αρχές του 20ου αιώνα, δημιουργήθηκε μια τάξη που πλούτιζε χωρίς να παράγει, εις βάρος των ατόμων που παρήγαγαν στην κοινωνία. Η τάξη αυτή αναζητεί την είσπραξη προσόδου από το κεφάλαιο, αντίστοιχη της γαίο-προσόδου που αναζητούσαν οι γαιοκτήμονες της εποχής εκείνης (Stiglitz, 2013).

Κατά τα τελευταία 100 περίπου χρόνια, οι κρίσεις και η ύφεση συνήθως δημιουργούν φόβο και οδηγούν σε θέσπιση κανόνων για τις αγορές κεφαλαίου, οι οποίοι τείνουν να σταθεροποιούν την οικονομία και να επαναφέρουν ανοδικές τάσεις. Αντίθετα η ευφορία της ανάπτυξης οδηγεί σε απληστία και σε αιτήματα για απορύθμιση, ώστε να εξυπηρετείται η τελευταία. Όταν η οικονομία οδηγείται σε νέα κρίση ο κύκλος επαναλαμβάνεται.

Παράρτημα 2: Μορφές δανείων των δύο προγραμμάτων στήριξης της ελληνικής οικονομίας

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Το χρηματοδοτικό εργαλείο, το οποίο χρησιμοποιείται για την ενίσχυση κρατών μεσαίου εισοδήματος, όπως η Ελλάδα, σε περιόδους κρίσης είναι οι συμφωνίες stand-by (SBA). Οι συμφωνίες αυτές έχουν, συνήθως, διάρκεια μεταξύ 12 και 24 μηνών (χωρίς δυνατότητα να ξεπεραστούν οι 36 μήνες) και το ύψος και οι όροι του δανεισμού ορίζονται κατά περίπτωση. Η εκταμίευση του ποσού που θα αποφασιστεί γίνεται σε δόσεις, αν και παρατηρείται μια τάση για ενίσχυση της ευελιξίας στα κεφάλαια του αρχικού σταδίου, όταν αυτό δικαιολογείται από την ισχύ των πολιτικών της χώρας και τη φύση των χρηματοδοτικών αναγκών της. Η συνέχεια της καταβολής των δόσεων του δανείου εξαρτάται από την πρόοδο που σημειώνει η δανειολήπτρια χώρα σε ότι αφορά σε μεταρρυθμίσεις για τις οποίες έχει δεσμευτεί. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές σχετίζονται συνήθως με δημοσιονομική πειθαρχία, αλλαγή κατεύθυνσης των κρατικών δαπανών προς τομείς με μεγαλύτερες δυνατότητες οικονομικών απολαβών και κατανομής του εισοδήματος, φορολογική μεταρρύθμιση (μείωση συντελεστών- αύξηση φορολογικής βάσης), απελευθέρωση επιτοκίων- εμπορίου- εισροών άμεσων ξένων επενδύσεων, ιδιωτικοποιήσεις, απορύθμιση και ασφάλεια δικαιωμάτων ιδιοκτησίας. Ο έλεγχος της εφαρμογής των συμφωνηθέντων γίνεται σε τριμηνιαία βάση.

Η αποπληρωμή των δανεισθέντων ποσών, που καταβάλλονται μέσω των SBAs γίνεται εντός τριών με πέντε έτη από την εκταμίευσή τους, πράγμα που σημαίνει ότι κάθε εκταμίευση αποπληρώνεται σε οχτώ ισόποσες τριμηνιαίες δόσεις, ξεκινώντας περίπου τρία χρόνια μετά από την ημερομηνία εκταμίευσής τους. Το επιτόκιο του δανεισμού συνδέεται με το επιτόκιο αγοράς του ΔΝΤ, ή αλλιώς το βασικό επιτόκιο χρέωσης. Το τελευταίο συνδέεται με το επιτόκιο Ειδικών Τραβηχτικών Δικαιωμάτων, τα οποία αποτελούν ένα αποθεματικό των κρατών-μελών του ΔΝΤ. Το επιτόκιο όμως επηρεάζεται και από το ύψος του δανεισμού. Έτσι αν τα ανεξόφλητα δάνεια ανέρχονται σε ποσοστό μεγαλύτερο του 300% του ποσοστού συμμετοχής του κράτους-μέλους, τότε τα ποσά πάνω από αυτό το όριο επιβαρύνονται με 200 μονάδες βάσης (2%). Αν η πίστωση παραμείνει πάνω από το προαναφερθέν όριο για τρία έτη, τότε η επιβάρυνση αυξάνεται σε 300 μονάδες βάσης (3%). Το δάνειο επιβαρύνεται και με 50 επιπλέον μονάδες βάσης (0,5%) για παροχή υπηρεσιών.

Greek Loan Facility (GLF)

Το Greek Loan Facility αποτελείται από δάνεια που χορηγήθηκαν από κράτη μέλη της ΖτΕ προς την Ελλάδα, κατά τη διάρκεια του πρώτου προγράμματος διάσωσης, καθώς δεν υπήρχε ακόμα ευρωπαϊκός μηχανισμός στήριξης. Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο III, τα δάνεια αυτά αποτελούσαν το μεγαλύτερο μέρος του πρώτου προγράμματος διάσωσης, ήτοι τα €80 από τα €110 δισεκατομμύρια. Το επιτόκιο των δανείων αυτών υπέστη διαδοχικές προσαρμογές και κατέληξε να ισούται με το Euribor διάρκειας τριών μηνών, το οποίο ισχύει κατά την εκάστοτε ημερομηνία αποπληρωμής των τόκων, επαυξημένο κατά 50 μονάδες βάσης ως χρέωση παροχής υπηρεσιών. Το επιτόκιο Euribor τριών μηνών στις 06.06.2014 ήταν 0,267%, συνεπώς το επιτόκιο των δανείων του GLF κατά το χρονικό αυτό σημείο ήταν 0,767%.

European Financial Stability Fund (EFSF)

Το European Financial Stability Fund (EFSF) αποτελεί ένα όχημα ειδικού σκοπού το οποίο δημιουργήθηκε, κατόπιν της συμφωνίας του Μαΐου του 2010 μεταξύ των κρατών-μελών της ΖτΕ. Η ίδρυσή του έγινε τον Ιούνιο του ίδιου έτους στο Λουξεμβούργο. Σκοπός του EFSF είναι η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΟΝΕ, μέσω της παροχής πιστωτικής ενίσχυσης προς κράτη-μέλη της ΖτΕ, τα οποία αντιμετωπίζουν δυσκολίες χρηματοδότησης. Για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων το EFSF δύναται να εκδίδει ομόλογα ή άλλους τίτλους χρέους στις αγορές. Η διαδικασία αυτή γίνεται με την εγγύηση των κρατών της ΖτΕ, γεγονός που του εξασφαλίζει υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, ήτοι AA+ (EFSF, 2013). Η χορήγηση των δανείων προς τις χώρες που έχουν ανάγκη γίνεται όταν αυτές αδυνατούν να βγουν στις αγορές και να δανειστούν με αποδεκτά επιτόκια. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να υποβάλουν επίσημο αίτημα και να έχουν διαπραγματευτεί και συμφωνήσει με την Επιτροπή και το ΔΝΤ σχετικά με την εφαρμογή προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής. Το πρόγραμμα θα πρέπει να έχει εγκριθεί ομόφωνα από το Euro-Group και να έχει υπογραφεί το σχετικό μνημόνιο συνεργασίας.

Το επιτόκιο των δανείων του EFSF προς την Ελλάδα δεν είναι σταθερό, αλλά διαμορφώνεται ανάλογα με το κόστος δανεισμού του ίδιου του μηχανισμού. Οι μελλοντικές προοπτικές του εν λόγω επιτοκίου, εμφανίζονται ανοδικές καθώς το κόστος δανεισμού του EFSF συσχετίζεται έντονα με την απόδοση των δεκαετών γαλλικών κρατικών ομολόγων. Σημειώνεται ότι η Γαλλία έχει, άλλωστε, παρόμοια πιστοληπτική αξιολόγηση με τον EFSF.

Παράρτημα 3: Το ζήτημα της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών

Ένα σημαντικό ποσό του δευτέρου προγράμματος στήριξης διατέθηκε για την ανακεφαλαιοποίηση των ιδιωτικών τραπεζών. Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα είχε μικρή έκθεση στα τοξικά προϊόντα που προκάλεσαν την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007- 2009, συνεπώς δεν αποτέλεσε παράγοντα στο πρώτο πρόγραμμα στήριξης εν αντιθέσει με το τι συνέβη σε άλλες χώρες, όπως η Ιρλανδία. Το 2010, όμως, αντιμετώπιζε μια σειρά προβλημάτων που καθιστούσαν αναγκαία την ανακεφαλαιοποίησή του. Τα προβλήματα αυτά ήταν η αδυναμία πρόσβασης στις αγορές, η εκροή κεφαλαίων, οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που επιδεινώναν την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων και η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή το PSI. Με λίγα λόγια η κρίση χρέους της Ελλάδας μετατράπηκε και σε κρίση του χρηματοπιστωτικού της συστήματος.

Η ανακεφαλαιοποίηση έγινε μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο δημιουργήθηκε το 2010, με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το ΤΧΣ διοικείται από επταμελές διοικητικό συμβούλιο, με τα πέντε μέλη να επιλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδας και τα άλλα δύο να τοποθετούνται *ex officio*. Αρχικά προικοδοτήθηκε με 10 δισεκατομμύρια ευρώ από το EFSF, για την στήριξη των ελληνικών τραπεζών, ποσό που ανήλθε σε 48,2 δισεκατομμύρια μέχρι και το τέλος του 2013. Το ΤΧΣ συμμετέχει στην ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών που κρίθηκαν ως βασικές από μελέτη που διενεργήθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος και διεθνή συμβουλευτική εταιρεία. Οι τράπεζες αυτές είναι η Εθνική, η Alpha, η Eurobank και η Τράπεζα Πειραιώς, οι οποίες αντιπροσωπεύουν κατά προσέγγιση το 75% των περιουσιακών στοιχείων του κλάδου. Η στήριξη παρέχεται με την αγορά μετοχών των τραπεζών αυτών από το ΤΧΣ, όταν αυτές κάνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ). Παράλληλα εκδίδει warrants τα οποία δίνουν το δικαίωμα στους ιδιώτες που συμμετέχουν στην ΑΜΚ να αγοράσουν μελλοντικά έως και εννέα μετοχές για κάθε μια που έχουν αγοράσει από το ΤΧΣ σε δεδομένη τιμή. Η δυνατότητα αυτή παρέχεται με σκοπό την μελλοντική επιστροφή των χρημάτων που δαπανά το ΤΧΣ, καθώς αυτά επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος.

Κατά την ΑΜΚ που πραγματοποίησαν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες το δίμηνο Μάιος- Ιούνιος 2013 το ΤΧΣ κατέβαλε 25,5 δισεκατομμύρια ευρώ (25.522,3 εκατομμύρια ευρώ) και οι ιδιώτες επενδυτές περίπου 3 δισεκατομμύρια ευρώ. Πιο αναλυτικά η Εθνική ενισχύθηκε με το ποσό των 8.676,9 εκατομμυρίων ευρώ, η

Πειραιώς με 6.985,4 εκατομμύρια ευρώ, η Alphabank με 4.021 εκατομμύρια ευρώ και η Eurobank με 5.839 εκατομμύρια ευρώ (ΤΧΣ, 2013). Νωρίτερα, τον Μάιο του 2012 οι ανωτέρω τράπεζες είχαν λάβει προκαταβολή έναντι μελλοντικών αυξήσεων κεφαλαίου, η οποία ανερχόταν στο ποσό των 18 δισεκατομμυρίων ευρώ. Από αυτό το ποσό η Εθνική έλαβε 7,43 δισεκατομμύρια ευρώ, η Πειραιώς 4,7 δισεκατομμύρια, η Alphabank 1,9 δισεκατομμύρια και η Eurobank 3,97 δισεκατομμύρια (ΤΧΣ, 2012). Στα τέλη του 2012 κρίθηκε αναγκαίο από την Τράπεζα της Ελλάδος να δοθεί επιπλέον κεφαλαιακή ενίσχυση προς τις τράπεζες αυτές, έτσι τον Δεκέμβριο του έτους αυτού η Εθνική έλαβε άλλα 2.326 εκατομμύρια, η Πειραιώς 1.553 εκατομμύρια, η Alphabank 1.042 εκατομμύρια και η Eurobank 1.341 εκατομμύρια (σύνολο 6.262 εκατομμύρια ευρώ) (ΤΧΣ, 2012).

Η εικόνα των ενισχύσεων από το ΤΧΣ προς τις τέσσερις βασικές τράπεζες αποδίδεται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 3: Ενίσχυση συστημικών τραπεζών από το ΤΧΣ (2012- 2013)

Ημερομηνία Καταβολής Ενίσχυσης	Τράπεζες (ποσά σε εκ. ευρώ)				Σύνολο
	ΕΤΕ	Πειραιώς	Alpha	Eurobank	
Μάιος 2012 (Προκαταβολή)	7.430,00	4.700,00	1.900,00	3.970,00	18.000,00
Δεκέμβριος 2012 (Προκαταβολή)	2.326,00	1.553,00	1.042,00	1.341,00	6.262,00
Μάιος- Ιούνιος 2013 (ΑΜΚ)	8.676,90	6.985,40	4.021,00	5.839,00	25.522,30
Σύνολο ανά τράπεζα	18.432,90	13.238,40	6.963,00	11.150,00	49.784,30

Παράρτημα 4: Τα προ κρίσης προβλήματα στην ελληνική αγορά ακινήτων

Η είσοδος των ξένων επενδυτών στην ελληνική αγορά ακινήτων προσέκρουε και πριν από την κρίση σε μία σειρά αδυναμιών που χαρακτήριζαν την αγορά αυτή. Αρχικά το γεγονός ότι δεν υπάρχει σε πολλές περιπτώσεις σύγχρονος πολεοδομικός σχεδιασμός και δεν έχουν καθοριστεί χρήσεις γης σε περιοχές που τέμνονται από σύγχρονους οδικούς άξονες, παρεμποδίζει την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων στις περιοχές αυτές. Την ίδια στιγμή παρατηρείται κορεσμός σε άλλες περιοχές, όπου οι χρήσεις γης είναι ξεκάθαρες, χωρίς να λείπουν και από αυτές προβλήματα, όπως το να αποδίδονται διαφορετικές χρήσεις σε γειτονικές ζώνες, για λόγους ανεξήγητους (Βλάμης & Καλφαμανώλη, 2008). Πέραν όμως των χρήσεων γης, η ανάπτυξη συγκεκριμένων περιοχών παρεμποδίζεται και λόγω παρεμβάσεων από την αρχαιολογική και την δασική υπηρεσία. Συνέπεια της κατάστασης αυτής είναι να απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα αλλά και κόστος για μία επένδυση και να χάνεται, ως αποτέλεσμα, το ενδιαφέρον των επενδυτών.

Ένα άλλο σοβαρότατο πρόβλημα, το οποίο επηρεάζει κάθε μορφής επιχειρηματική και επενδυτική δράση και παραμένει άλυτο μέχρι σήμερα, είναι το δυσμενές, περίπλοκο και ασταθές φορολογικό σύστημα. Τόσο η κτήση όσο και η μεταβίβαση ακινήτων επιβαρύνονται με μία σειρά από φόρους, οι οποίοι καθιστούν την ελληνική αγορά ακινήτων ακριβή και κατά συνέπεια μη ελκυστική. Επιπροσθέτως, η πολυπλοκότητα αυτή του φορολογικού συστήματος δημιουργεί και έμμεσο κόστος τόσο για τους εγχώριους όσο και για τους διεθνείς επενδυτές, καθώς θα πρέπει να αφιερώσουν πόρους για την κατανόησή του και για τη διερεύνηση αποδοτικών σχημάτων επένδυσης (Βλάμης & Καλφαμανώλη, 2008). Το γεγονός ότι το φορολογικό σύστημα μεταβάλλεται με μεγάλη συχνότητα στην Ελλάδα σε σχέση με άλλες αναπτυγμένες χώρες, δημιουργεί έναν πρόσθετο προβληματισμό για τους επενδυτές, οι οποίοι θα πρέπει να αντιμετωπίσουν μεγαλύτερο ρίσκο στις επενδύσεις τους, εξαιτίας της αστάθειας αυτής (Χαραλάμπης, 2012). Στα προβλήματα που προκαλούνται από το Δημόσιο θα πρέπει να προσθέσουμε και την συχνή αλληλοεπικάλυψη αρμοδιοτήτων των κρατικών φορέων, που εμπλέκονται στην αγορά ακινήτων, η οποία οφείλεται τόσο στην πολυπλοκότητα του θεσμικού συστήματος, μέσω του οποίου ρυθμίζεται η αγορά ακινήτων όσο και στην έλλειψη σχεδιασμού, που αναφέρθηκε ανωτέρω.

Και η ίδια η σύνθεση όμως της ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι προβληματική. Αρχικά παρατηρείται έλλειψη ακινήτων ικανών να προσελκύσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον, τόσο σε επίπεδο έτοιμου προϊόντος όσο και σε επίπεδο πρωτογενούς προϊόντος. Οι ξένοι επενδυτές ενδιαφέρονται κυρίως για μεγάλης έκτασης εμπορικά ακίνητα, κτήρια γραφείων υψηλών προδιαγραφών ή και βιομηχανικά ακίνητα. Στην Ελλάδα η ανάπτυξη προϊόντος τέτοιου μεγέθους ξεκίνησε, με καθυστέρηση, το 2006 (Βλάμης & Καλφμανώλη, 2008). Παράλληλα παρατηρείται και έλλειψη μεγάλων εκτάσεων για ανάπτυξη, κυρίως στα αστικά κέντρα. Η έλλειψη αυτή συνδέεται και με ένα ακόμα πρόβλημα της ελληνικής αγοράς ακινήτων, δηλαδή τον μεγάλο βαθμό κατάτμησης της ιδιοκτησίας. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο μοντέλο κληρονομιάς που ακολουθείται εδώ και πολλά χρόνια στην Ελλάδα και διαφέρει σε σχέση με άλλες δυτικές χώρες. Συγκεκριμένα, στην Ελλάδα υπάρχει η τάση η πατρική περιουσία να μοιράζεται ισόποσα σε όλα τα τέκνα της οικογένειας, ώστε να έχουν κάποια ελάχιστα εφόδια για την ζωή τους. Αντίθετα σε πολλές χώρες της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης η πατρική περιουσία περνούσε στον πρωτότοκο υιό, ώστε να διασφαλιστεί ότι δεν θα μειωθεί, αλλά αντίθετα θα είχε προοπτικές αύξησης (Χαραλάμπης, 2012). Το φαινόμενο της κατάτμησης της ιδιοκτησίας εντάθηκε κατά τις πρόσφατες δεκαετίες, καθώς οι πολίτες, για λόγους εξασφάλισης, προέβαιναν στην απόκτηση περισσότερων της μίας κατοικίας, αν τους δινόταν η δυνατότητα (Chatzitsolis & Vlamis, 2014). Οι επενδυτές, ως εκ τούτου, καλούνται να διαπραγματευτούν με ένα πλήθος ιδιοκτητών, γεγονός που αυξάνει το συνολικό κόστος της επένδυσης. Αν λάβουμε υπόψη και το γεγονός ότι τόσο το ελληνικό Δημόσιο όσο και η Εκκλησία της Ελλάδας, αλλά και Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης κατέχουν μεγάλες εκτάσεις, οι οποίες μένουν αναξιοποίητες, εκτοπίζοντας κατά τον τρόπο αυτό τους ιδιώτες και τους θεσμικούς επενδυτές, μπορούμε να καταλάβουμε το μέγεθος του προβλήματος στην ελληνική αγορά ακινήτων.

Άλλοι παράγοντες που έχουν αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη της ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι η έλλειψη αξιόπιστης πληροφόρησης, καθώς την πληροφορία διαχειρίζονται εταιρείες που λειτουργούν σε καθεστώς ανταγωνισμού και δεν υπάρχει ένας κρατικός φορέας που να διασφαλίζει τη διάδοση της πληροφορίας, η έλλειψη εξειδικευμένων στελεχών σε θέματα κτηματαγοράς πέραν της απλής εκτίμησης της αξίας των ακινήτων, ο μικρός όγκος συναλλαγών που παρουσιάζει αλλά και το γεγονός ότι βρίσκεται ακόμα σε νηπιακό στάδιο (Βλάμης & Καλφμανώλη, 2008).



Με την συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης και Αυτοδιοίκησης (ΕΣΔΔΑ)

Πειραιώς 211, ΤΚ 177 78, Ταύρος

τηλ: 2131306349 , fax: 2131306479

www.ekdd.gr