

Τεχνολογικό Ίδρυμα Δυτικής Ελλάδας
Σχολή Διοίκηση και Οικονομίας
Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων

Η ΑΓΟΡΑ ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

**ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΑ ΤΟ ΞΕΣΠΑΣΜΑ ΤΗΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008**

Επιμέλεια

Βλάχος Νικόλαος

Επιβλέπων Καθηγητής

Παπαδόπουλος Δημήτριος

Πάτρα 2017

Η ΑΓΟΡΑ ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

**Μια Εμπειρική Ανάλυση μετά το ξέσπασμα της
Χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2008**

Επιβλέπων Καθηγητής

Παπαδόπουλος Δημήτριος

Επιμέλεια

Βλάχος Νικόλαος

Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων

Τεχνολογικό Ίδρυμα Δυτικής Ελλάδος

Περίληψη

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία γίνεται μια αναλυτική παρουσίαση της αγοράς ασφαλίστρων στην Ελλάδα, υπό το πρίσμα της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Για την εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιούνται πραγματικά δεδομένα αντλημένα από το 2008 έως σήμερα.

Λέξεις Κλειδιά: Ασφάλιστρα; Ελληνική Οικονομία; Χρηματοπιστωτική Κρίση;

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, Παπαδόπουλος Δημήτριος, του τμήματος Διοίκηση Επιχειρήσεων του Ανώτατου Τεχνολογικού Ιδρύματος Δυτικής Ελλάδος, για την επιστημονική του καθοδήγηση και την ουσιαστική συμβολή και βοήθεια του, που μου προσέφερε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας. Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του τμήματος για τη συμβολή τους στην απόκτηση πολύτιμων γνώσεων. Τέλος, ευχαριστώ την οικογένεια μου για την ανεκτίμητη προσφορά τους, τη συμπαράσταση, την ενθάρρυνση και την αγάπη τους όλα αυτά τα χρόνια.

Πρόλογος

Η σημερινή οικονομική ύφεση που βιώνει η οικονομία της χώρας μας, αλλά και η παγκόσμια οικονομία, είναι η μεγαλύτερη και εντονότερη στην ιστορία της κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου. Η Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κράτη – μέλη της προσπαθούν με διάφορα μέτρα να αναστρέψουν την υπάρχουσα κατάσταση και να ξεπεράσουν τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης.

Όσον αφορά την χώρα μας, η παγκόσμια οικονομική ύφεση έφερε στην επιφάνεια τις αδυναμίες της Ελλάδας. Η προϋπάρχουσα δημοσιονομική κατάσταση καθιστά την οικονομία της χώρας μας ιδιαίτερα ευάλωτη στις συνέπειες της κρίσης. Η μόνη διέξοδος «έρχεται» με την άμεση υλοποίηση αλλαγών που δίνουν λύση στα προβλήματα μας.

Σύμφωνα με την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή της Ελλάδος (Ο.Κ.Ε), η πολύχρονη καθυστέρηση των εσόδων του κράτους, λόγω της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και η ταυτόχρονη αύξηση των δαπανών, έχει οδηγήσει στη μεγέθυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους. Οι εξελίξεις αυτές, καθώς και οι συνεχείς τροποποιήσεις των στοιχείων, υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μας, με αποτέλεσμα να δεχτεί δυσμενέστερους όρους δανεισμού.

Εκτός όμως από τα σκληρά κυβερνητικά μέτρα για τις δημόσιες δαπάνες, η οικονομική ύφεση επέφερε σημαντικές αλλαγές και στην αγορά. Ένας από τους πολλούς κλάδους που υπέστηκαν αξιόλογες δυσκολίες αφορά και τον κλάδο των ασφαλίσεων, ο οποίος και εξετάζεται στην παρούσα εργασία.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη.....	3
Ευχαριστίες.....	4
Πρόλογος.....	5
Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 1^ο: Η Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2008	
Εισαγωγή.....	12
1.2. Τα χαρακτηριστικά της κρίσης.....	13
<i>1.2.1. Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ.....</i>	<i>14</i>
<i>1.2.2. Τα στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου.....</i>	<i>15</i>
<i>1.2.3. Τιτλοποιήσεις.....</i>	<i>16</i>
1.3. Οι Επιπτώσεις της Κρίσης.....	20
<i>1.3.1. Εισαγωγή.....</i>	<i>20</i>
<i>1.3.2. Ρευστότητα.....</i>	<i>20</i>
<i>1.3.3. Επιπτώσεις στις αγορές.....</i>	<i>21</i>
<i>1.3.4. Οικονομική ανάπτυξη.....</i>	<i>22</i>
1.4. Η Ευρώπη.....	23
1.5. Ανακεφαλαίωση.....	26
1.6. Η Αγορά των Ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο.....	28
<i>1.6.1. Εισαγωγή.....</i>	<i>29</i>
<i>1.6.2. Ρυθμός Οικονομικής Ανάπτυξης.....</i>	<i>30</i>
<i>1.6.3. Το Ηνωμένο Βασίλειο στην ύφεση.....</i>	<i>32</i>
1.7. Οικονομική Κρίση & Ευρωπαϊκή Ένωση.....	32

1.8. Ιστορική Αναδρομή.....	34
1.9. Το ξεκίνημα.....	37
1.10. Το ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.....	39
1.11. Η περίπτωση της Ιρλανδίας.....	42
1.12. Οι χώρες του Νότου.....	43
1.13. Η κρίση στην Ελλάδα.....	43
 Κεφάλαιο 2^ο: Ασφαλιστική Αγορά	
2.1 Η ασφαλιστική αγορά την περίοδο της κρίσης.....	49
2.2. Οι τιμές των ασφαλιστρών την περίοδο της κρίσης.....	50
2.3. Οι τιμές των ασφαλιστρών την περίοδο των Capital Controls...50	
 Κεφάλαιο 3^ο: Εμπειρική Ανάλυση.	
3.1. Δεδομένα και Περιγραφικά Στατιστικά.....	52
3.2 Ανάλυση Μοναδιαίας Ρίζας.....	53
<i>3.2.1 Dickey & Fuller Method.....</i>	<i>53</i>
<i>3.2.2. Non Parametric Test – Phillips & Perron Method.....</i>	<i>56</i>
3.3. Ανάλυση Παλινδρόμησης.....	57
3.4. Ανάλυση Διαθροτικών Μεταβολών.....	61
 Συμπέρασμα.....	63
Βιβλιογραφία.....	64

Πίνακας Αποτελεσμάτων

<u>Table 2. Unit Root Tests, Dickey-Fuller Method.</u>	49
<u>Table 3. Unit Root Tests, Phillips-Perron Method.</u>	53
<u>Table 4. Η ασφαλιστική αγορά στην κρίση.</u>	54
<u>Table 5. Minimum LM Unit Root Test with Two Structural Break.</u>	55

Εισαγωγή

Ο άνθρωπος κατά τη διάρκεια της ζωής του είναι εκτεθειμένος σε μεγάλο αριθμό κινδύνων, οι οποίοι καθορίζουν την οικονομική, την συναισθηματική ύπαρξη του αλλά και την ζωή του γενικότερα. Η ύπαρξη των απειλών αυτών κατά της ζωής του ανθρώπου, επέβαλαν την δημιουργία και την ανάπτυξη του κλάδου των ασφαλίσεων.

Επομένως, εφόσον ο άνθρωπος δεν μπορεί να αποφύγει μόνος του τους κινδύνους και τις συνέπειες τους, απευθύνεται σε οργανωμένες επιχειρήσεις που του παρέχουν ασφαλιστική κάλυψη. Οι οργανωμένες αυτές επιχειρήσεις συνήθως είναι οι τράπεζες.

Η Ελληνική ασφαλιστική αγορά τα τελευταία χρόνια βασίζεται στην ένταση του ανταγωνισμού, η οποία αντανάκλαται μέσω της οικονομικής ύφεσης, των διαρθρωτικών αλλαγών και τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται. Επιπλέον, ιδιαίτερα σημαντικά χαρακτηρίζονται και οι τιμολογιακές πολιτικές των εταιρειών και οι συνεχής ανάγκες για βελτίωση του κλάδου. Η παρούσα εργασία εξετάσει την αγορά αυτή εν καιρώ κρίσης.

Πρωτίστως όμως, κρίνεται απαραίτητο να δοθεί ο ορισμός του όρου «ασφάλιση», ο οποίος ορίζεται ως εξής: «η ασφάλιση είναι η συγκέντρωση τυχαίων και απρόβλεπτων κινδύνων με τη μεταφορά τους σε ασφαλιστές που συμφωνούν έναντι ασφαλιστρού, να αποζημιώσουν μια μεγάλη ομάδα ή ένωση προσώπων για τις τυχαίες ζημιές ή να παρέχουν άλλες χρηματικές παροχές ή υπηρεσίες που συνδέονται με το κίνδυνο».

Επιπλέον, η κύρια λειτουργία της ασφάλισης είναι να αντικαταστήσει το αίσθημα της αβεβαιότητας με την βεβαιότητα εξασφάλισης του οικονομικού κόστους που συνεπάγεται ένα τυχαίο ζημιογόνο γεγονός. Το αντίτιμο που καταβάλλεται για την παροχή της ασφαλιστικής κάλυψης είναι αρκετά χαμηλότερο σε σύγκριση με το οικονομικό βάρος που είναι πιθανόν να επιφέρει ο κίνδυνος.

Επιπλέον, η μετακίνηση του κινδύνου στους ασφαλιστές είναι η μεταφορά των ζημιών από τον ασφαλισμένο στον ασφαλιστή μέσω της αποζημίωσης είτε με μετρητά, είτε μέσω επισκευής, είτε μέσω αντικατάστασης. Έτσι λοιπόν, μέσω όσων προαναφέρθηκαν αλλά και μέσω του ορισμού, μπορούμε να διακρίνουμε τα χαρακτηριστικά της ασφάλισης, τα οποία είναι:

- ο κίνδυνος - η έλευση του προξενεί οικονομική ζημιά
- η ένωση προσώπων - η σύσταση της μειώνει τις ατομικές συνέπειες της ζημιάς
- ο επιμερισμός του κινδύνου - η οικονομική ζημιά διανέμεται και οι συνέπειες της περιορίζονται
- η ύπαρξη ασφαλιστικού συμφέροντος - η ενδεχόμενη οικονομική ζημιά είναι εμφανής
- το αντάλλαγμα - η εισφορά ή το ασφάλιστρο προς το φορέα έναντι της κάλυψης των συνεπειών των κινδύνων
- η νομική αξίωση - οι νομικές αξιώσεις των μελών της ομάδας του ασφαλιστικού τους φορέα, ώστε να καλύπτονται οι συνέπειες του κινδύνου

Τέλος, είναι γεγονός ότι η δημιουργία μιας ευνοϊκής αγοράς για την ασφάλιση αποτελεί διαχρονική ανάγκη. Πιο αναλυτικά, η έννοια της ασφάλισης, ο κλάδος, και οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης σε αυτήν θα παρουσιαστούν στην παρούσα εργασία.

Συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται μια αναφορά στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, όπου αναλύονται τα χαρακτηριστικά της και οι επιπτώσεις της. Επίσης, αναφέρεται η οικονομική κρίση στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, και κάποια χαρακτηριστικά παραδείγματα από την επιρροή της κρίσης σε διάφορες χώρες, όπως και στην Ελλάδα.

Στο επόμενο κεφάλαιο, γίνεται ανάλυση της ασφαλιστικής αγοράς, όπου περιγράφεται η αγορά κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι τιμές των ασφαλιστρών στην περίοδο αυτή, αλλά και κατά τη διάρκεια των capital controls στην χώρα μας. Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας, γίνεται η εμπειρική ανάλυση, όπου δίνονται τα

δεδομένα μας. Επιπλέον, πραγματοποιείται αρχικά περιγραφική στατιστική, και στη συνέχεια γίνεται ανάλυση της μοναδιαίας ρίζας, της παλινδρόμησης και των διαθρωτικών μεταβολών.

Τέλος, σύμφωνα με όλα τα παραπάνω που έχουν αναλυθεί παρουσιάζονται κάποια γενικά συμπεράσματα για την ασφαλιστική αγορά στην Ελλάδα, καθώς επίσης και για τις επιπτώσεις που έχει η οικονομική ύφεση σε αυτόν τον κλάδο.

Κεφάλαιο 1^ο: Η Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2008

1.1. Εισαγωγή.

Η τωρινή χρηματοπιστωτική κρίση και η ύφεση στην οποία καταλήγει εμφανίζει αρκετές διαφορές με τις παρελθοντικές πέρα από τις ήδη προφανείς, λόγω της χρονολογικής διαφοράς και της εξελικτικής συμπεριφοράς του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, όπως ακόμα και τις διάφορες ιδεολογικές συγκλίσεις τόσο στα ίδια θεωρητικά. Το ζήτημα της αβεβαιότητας και της αδυναμίας προσέγγισης του μεγέθους της, κάνει μη προσδιορίσιμη την διάσταση και την διάρκεια της. Επιπλέον, γίνεται αναποτελεσματική η κρατική παρέμβαση με συνέπεια την αναξιοπιστία στις χρηματαγορές και την επαναλαμβανόμενη καθοδική με μικρές θετικές αυξομειώσεις πορεία των αγορών.¹

Αντικειμενικά, εκτός από την κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ, υφίσταται μια συνολικότερη κρίση του καπιταλιστικού συστήματος και συγκεκριμένα της πιο μοντέρνας εξέλιξής του που είναι ο νεοφιλελευθερισμός. Έχουν εμφανιστεί προβλήματα και αδιέξοδα που φαίνονται πλέον σήμερα σε όλα τα πεδία της οικονομικής και κοινωνικής ζωής. Τα αληθινά αίτια της κρίσης είναι αρκετά βαθύτερα. Είναι η απόλυτη απελευθέρωση των αγορών, το εντελώς απελευθερωμένο από κάθε κρατικό ή διακρατικό έλεγχο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η ανεξαρτητοποίηση του από την παραγωγή. Ο συνεχής ανταγωνισμός και η αχαλίνωτη κερδοσκοπία. Η αντίθεση ανάμεσα στις παραγωγικές δυνάμεις που δημιουργούνται και στις κεφαλαιοκρατικές παραγωγικές σχέσεις που τις δεσμεύουν και τις διαλύουν, είναι που διέπει περιοδικά τον καταστρεπτικό, αποσυνθετικό χαρακτήρα της καπιταλιστικής παραγωγής και βρίσκει την έκφρασή του στις κυκλικές κρίσεις που επαναλαμβάνονται περιοδικά με πολύ πιο σκληρό και καταστρεπτικό τρόπο από αυτές που εμφανίστηκαν τις τελευταίες δεκαετίες.²

¹ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

² Mankiew, G. and Taylor, M.P. (2010). Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, τόμ. 2: Συμπλήρωμα για τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, Αθήνα: Gutenberg.

Γίνεται λοιπόν γνωστό, ότι πηγαίνουμε σε μια διαρκή ακρίβεια, στην σύγκριση της αγοραστικής δύναμης και της καταναλωτικής ζήτησης, επομένως σε συνθήκες αυξανόμενης φτώχειας, ανέχειας και εξαθλίωσης. Με βάση έρευνα του πανεπιστημίου του Berkeley οι μισθοί στις ΗΠΑ διατηρήθηκαν σχεδόν ίδιοι μεταξύ 2000 και 2007. Παράλληλα, το κόστος της υγείας (+68%) και της παιδείας (+46%) ανέβηκε στα ύψη. Το ποσοστό του συνόλου του πληθυσμού χωρίς ιατροφαρμακευτική βοήθεια στην ίδια περίοδο πήγε από το 13,9% στο 15,6%.

Ανάμεσα 2000 και 2006, τα τρία τέταρτα (3/4) του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών πήγαν στα πορτοφόλια του πλουσιότερου 1% του πληθυσμού. Αυτό το μέρος των Αμερικάνων είδε το εισόδημα τους να αυξάνεται με ρυθμό 11% ενώ ο μέσος όρος αύξησης ήταν το 0,9% την ίδια περίοδο. Μολονότι, το 1970 το 1% των πλουσιότερων Αμερικανών έπαιρνε το 5% του συνόλου των μισθών, το 2007 το ποσοστό αυτό άγγιξε το 12%. Σκέφτεται λοιπόν κάποιος, πώς θα δύνατο η αγορά να εξασφαλίσει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης περικόπτοντας ταυτόχρονα τους μισθούς και τις κοινωνικές αποδοχές. Η λύση σε αυτό το ζήτημα ήταν ο δανεισμός, δηλαδή η αντικατάσταση των μισθών και των κοινωνικών αποδοχών, από την εικονική αγοραστική δύναμη των δανείων, που τα τελευταία χρόνια είτε με τη μορφή καταναλωτικών δανείων και καρτών είτε στεγαστικών δανείων γνώρισαν μια φοβερή αύξηση.³

1.2. Τα χαρακτηριστικά της κρίσης.⁴

Η υπέρμετρη ευφορία, ο ακραίος δανεισμός είτε των επενδυτών είτε των επιχειρήσεων, η απληστία, οι μη ρεαλιστικές προσδοκίες και η έλλειψη γνώσης μπορεί να οδηγήσουν σε καταστροφικές χρηματοοικονομικές ή χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Το νέο δεδομένο που ξεχωρίζει την πρόσφατη κρίση από τις παρελθούσες είναι η ελάφρυνση των εγχώριων θεσμικών και άλλων χρηματοπιστωτικών περιορισμών, συνέπεια της παγκοσμιοποίησης, γεγονός που δύναται να καταλήξει σε

³ Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*.

⁴ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

ένα ντόμινο εξελίξεων, συμπαρασύροντας στην κρίση και άλλες χρηματιστηριακές αγορές τόσο των ανεπτυγμένων όσο και των πρωτοεμφανιζόμενων αγορών.

Η κρίση που λυμαίνεται τις αγορές εδώ και πολύ καιρό με αποκορύφωμα τις εξελίξεις των προηγούμενων εβδομάδων συνιστά την ταυτόχρονη συνύπαρξη των παρακάτω τριών παραγόντων:

- Η κρίση στις τιμές των ακινήτων σε αρκετές περιοχές των ΗΠΑ (την περίοδο 2000-2006 οι τιμές αυξήθηκαν πάνω από 100%) βοήθησε την υπερκατανάλωση (μέσω δανεισμού στηριγμένου στην υπεραξία των ακινήτων) και αποτέλεσε τη σημαντικότερη αιτία της κρίσης.
- Η εκτόξευση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ κατέληξε σε μία αλματώδη εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), από 9% των συνολικών στεγαστικών το 2003 σε 24% το 2007, σε κατηγορίες νοικοκυριών που υπό νορμάλ συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δανειοδοτηθεί.
- Η subprime αγορά με μοναδική εγγύηση τη προσδοκόμενη αύξηση στην τιμή της κατοικίας συνιστά το υπόβαθρο δημιουργίας, δομημένων προϊόντων που αγοράστηκαν από επενδυτικά μοντέλα τύπου hedge funds, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές τράπεζες μέσα και έξω από τις ΗΠΑ. Στη συνέχεια, με τα χρήματα που εξοικονομούσαν από αυτές τις τιτλοποιήσεις οι τράπεζες, αποκτούσαν ρευστότητα και επαναλάμβαναν τα παραπάνω βήματα, με αποτέλεσμα την διαρκή εισροή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δομημένων προϊόντων και τη δυσχέρεια στη παρούσα χρονική στιγμή καθορισμού του ύψους του επενδυτικού κεφαλαίου που κατά βασικό λόγο είναι υπεύθυνα για τη τωρινή κατάσταση.

1.2.1. Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ.⁵

Ανάμεσα στο 1997 και 2006, οι τιμές των ακινήτων στις Η.Π.Α ανέβηκαν κατά 124%, ενώ το ποσοστό ιδιοκτησίας ανέβηκε από το 64% το 1994 στο ρεκόρ του 69,2% το 2004. Οι αυξήσεις των τιμών στα ακίνητα βρίσκονται στο ζενίθ τους το

⁵ ό.π.

2006, ενώ ένα χρόνο αργότερα φαίνεται μια πτώση στις αξίες των ακινήτων και έχουν σαν φυσικό απότοκο την αύξηση των αποθεμάτων των νέων κατοικιών. Σήμερα, οι τιμές των ακινήτων παρουσιάζουν μία πτώση κατά μέσο όρο 4,5% και αναμένεται να μειωθούν το λιγότερο 10% το 2008.

Παρεμφερή συμπεριφορά στις τιμές των ακινήτων παρατηρήθηκε και σε παρελθοντικές χρηματοοικονομικές κρίσεις, σύμφωνα με εργασία των Reinhart και Rogoff (2008), βάσει της οποίας φαίνεται, ότι η αύξηση των τιμών των ακινήτων κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης είναι αρκετά μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μέση άνοδο σχετικά με τις πέντε μεγαλύτερες μεταπολεμικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Εν κατακλείδι ακολουθεί το γεγονός ότι, οι επιπτώσεις της κρίσης στην οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών προσδοκάται να είναι σημαντικότερες σε σχέση με τις επιπτώσεις παρελθοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

1.2.2. Τα στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου.⁶

Είναι αλήθεια ότι, η subprime αγορά βασίστηκε στο φθηνό χρήμα, λόγω του πολύ χαμηλού επιτοκίου (1%) που εφάρμοξε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed Funds Rate) μέχρι τις αρχές του 2004. Η αρχή της αυξητικής πορείας του επιτοκίου, το οποίο έφθασε το 5,25% τον Ιούνιο του 2006, είχε σα συνέπεια όλο και πιο πολλοί δανειολήπτες να κωλύονται να φέρουν εις πέρας τις υποχρεώσεις τους.

Αρκετοί από αυτούς, βρέθηκαν στη δυσχερή θέση να χάσουν το σπίτι τους και άλλοι πολύ περισσότεροι να μη μπορούν να εξοφλήσουν τις δόσεις του στεγαστικού τους δανείου, αφού τα επιτόκια είναι πολύ υψηλότερα, ενώ ταυτόχρονα η αξία του ακινήτου μειώνεται διαρκώς με αποτέλεσμα πάνω από 2 εκατομμύρια Αμερικανοί πολίτες να υπολογίζεται ότι θα χάσουν το σπίτι τους.

Επιπλέον, είναι βασικό να τονιστεί ότι τα σύνθετα και δομημένα προϊόντα μετέτρεψαν τα χαρτοφυλάκια σε ωρολογιακές βόμβες παρασύροντας όσους είχαν επενδύσει σε αυτά. Οι τράπεζες στη συνέχεια εξαιτίας του ανταγωνισμού και με μόνη

⁶ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University.*

εγγύηση τη προσδοκώμενη αύξηση στην τιμή των ακινήτων, παρείχαν συνεχώς δάνεια χωρίς να ελέγξουν, όπως έπρεπε, την ευχέρεια των δανειοληπτών να τα αποπληρώσουν.

Επομένως, αυτή η μερίδα του πληθυσμού μη έχοντας πρόσβαση στην αληθινή αγορά των στεγαστικών δανείων και με την ψεύτικη ελπίδα απόκτησης ιδιόκτητης γης, ξεκίνησαν να δανείζονται με χαμηλό αρχικά επιτόκιο, το οποίο διπλασιαζόταν λόγω του ρίσκου μετά την πρώτη διετία και έπειτα πολλαπλασιαζόταν εξαιτίας του αυξανόμενου αριθμού των δανειοληπτών που δεν δύνατο να αποπληρώσει τις δόσεις. Τελικά, η νομιμοποίηση της τιτλοποίησης αυτών των χρεών, άφηνε στις τράπεζες τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου σε τρίτους επενδυτές και με τα χρήματα που έπαιρναν δάνειζαν ξανά. Από το 2004 έως και το 2006, όπου η FED κρατούσε τα επιτόκια της σε χαμηλά επίπεδα, φαίνεται μια αλματώδης άνοδος της submarket αγοράς. Φαίνεται επίσης ότι, ενώ οι τιμές των επιτοκίων έχουν ανοδική πορεία, η subprime αγορά, μετά από μια περίοδο στασιμότητας, συνεχίζει πλέον καθοδική πορεία.

1.2.3. Τιτλοποιήσεις.⁷

Όπως σημειώθηκε παραπάνω, οι τράπεζες "τιτλοποιούσαν" τα δάνεια, εξασφάλιζαν ρευστότητα και δάνειζαν ξανά. Στη πραγματικότητα, οι τράπεζες διαδραμάτιζαν πλέον έναν διαμεσολαβητικό ρόλο. Οι τιτλοποιήσεις αυτές, κατέληγαν στα χέρια των hedge funds μέσω των CDO's και στη πραγματικότητα ο κίνδυνος που ελόχευαν τα δάνεια είχε μετατοπιστεί σε κατόχους μεριδίων hedge funds σε όλο τον κόσμο.

Ενώ οι τιμές των ακινήτων σταθεροποιούνταν σε υψηλά επίπεδα, οι πτωχεύσεις δεν επέδρασαν στα CDO's, αφού έστω και να μην τακτοποιούσε τις υποχρεώσεις του ο δανειολήπτης, η εκποίηση του υποθηκευμένου του ακινήτου ικανοποιούσε το σύνολο του δανείου του με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην

⁷ ό.π.

απωλέσουν το κεφάλαιο τους (απλά δεν καρπωνόντουσαν τόκους για το επόμενο διάστημα αφού το δάνειο ξεχρεωνόταν νωρίς).

Στα τέλη του 2006 και μετά, οι τιμές ακινήτων στις Η.Π.Α είχαν μια πτώση, οι πτωχεύσεις πολλαπλασιάστηκαν και βαθμιαία παρουσιάστηκαν ζημιές που στόχευαν τα χαμηλά tranches των CDO's, δηλαδή το μέρος με το υψηλότερο ρίσκο, το οποίο συνήθως κατείχαν οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες που δημιουργούσαν τους τίτλους. Το κομμάτι των τιτλοποιημένων subprime δανείων, αυτών δηλαδή που πουλήθηκαν σε τρίτους, ανέβηκε από 54% το 2001 σε 75% το 2006.⁸

Η αξία των τίτλων αυτών καθοριζόταν με άξονα την τιμή του ενέχυρου που ήταν τα σπίτια, και ενώ οι τιμές των ακινήτων μειώνονταν, παράλληλα έπεφτε και η αξία των τίτλων και κάποια στιγμή συνεπώς εξαφανίστηκαν οι αγοραστές, δημιουργώντας ζημιές σε τράπεζες σε ολόκληρο τον κόσμο πυροδοτώντας το χρηματιστηριακό πανικό. Αρκετές από τις τράπεζες άφηναν εκτός ισολογισμών τα subprime δάνεια στα αποκαλούμενα δομημένα επενδυτικά εργαλεία (SIV) , με συνέπεια κανείς να μην δύναται να υπολογίσει ποιός έχει χάσει πόσα και πού. Γίνεται λοιπόν γνωστό ότι οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι αυτές που κατέχουν βασικά το μερίδιο με τον υψηλότερο κίνδυνο. Ακόμα, παρατηρείται ότι η subprime αγορά στην Ευρώπη ήταν ανεπαρκής. Εντούτοις, η κρίση πέρασε και στην Ευρώπη, αφού οι τελικοί κάτοχοι των τίτλων ήταν και ευρωπαίοι επενδυτές.⁹

⁸ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

⁹ Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*.

Σχεδιάγραμμα 1. Η Διαδρομή των Στεγαστικών Δανείων στις ΗΠΑ.

***Πηγή:** Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.).*

Τα hedge funds συνιστούν ένα επενδυτικό εργαλείο, το οποίο αρχικά απευθυνόταν μόνο σε επενδυτές ευρείας οικονομικής επιφάνειας. Ένα βασικό και καθοριστικό πλεονέκτημα των hedge fund είναι η διοχέτευση του κινδύνου, η προσαρμοστικότητα και η ανθεκτικότητά τους σε οριακούς κινδύνους. Με βάση όμως ότι οι αποδόσεις έχουν ελλατωθεί σε σχέση με το παρελθόν, οι επενδυτές στρέφονται προς τα hedge funds. Αυτό από μια άποψη συμβαίνει, επειδή οι άλλες κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων προσφέρουν σχετικά χαμηλότερες αποδόσεις και πιο πολύ εξαιτίας της τάσης που δημιουργείται στις αγορές από την υπέρμετρη κερδοφορία των hedge funds. Σε αυτό το χρονικό διάστημα εδράζονται περισσότερα από 8.000 hedge funds στον κόσμο τα οποία διαχειρίζονται περίπου 1,5 τρισεκατομμύρια δολάρια εκ των οποίων τα καθαρά αμερικανικά ξεπερνούν το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια. Εντούτοις, δεδομένου ότι ο κλάδος των hedge funds δεν κατέχει ακόμη μία ενιαία βάση δεδομένων και μια οργανωμένη αγορά, είναι

σημαντικά δύσκολο να εκτιμηθεί με ακρίβεια το ύψος των εισροών ή των εκροών κεφαλαίων.¹⁰

Η όλη εικόνα περιπλέκεται ακόμα πιο πολύ και από το γεγονός ότι τα hedge funds συναποτελούν στην πραγματικότητα μια ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών. Παρόλο που σήμερα υπάρχει η αίσθηση ότι τα hedge funds «θεσμοποιούνται» σταδιακά, εν τούτοις αυτό δεν σημαίνει ότι έχασαν το πραγματικό τους προφίλ. Σίγουρα οι προσδοκίες των επενδυτών έχουν μεταβληθεί σχετικά με το παρελθόν και οι αποδόσεις των hedge funds μένουν πίσω πλέον κατά πολύ εκείνων που καταγράφονταν στις προηγούμενες δεκαετίες. Ενώ, πριν από 10 ή 15 χρόνια, οι επενδυτές «απαιτούσαν» αποδόσεις της τάξεως του 30-50% κάθε χρόνο, σήμερα οι θεσμικοί επενδυτές είναι καλυμμένοι με απόδοση 8-10%.

Ταυτόχρονα, θέλουν μικρότερη αστάθεια στα χαρτοφυλάκιά τους. Η καίρια αλλαγή του προφίλ των επενδυτών στην προηγούμενη πενταετία είχε αποτέλεσμα να μεταβληθούν ολοκληρωτικά τα συγκεκριμένα επενδυτικά αγαθά, από το μέγεθος των κεφαλαίων και τον ανταγωνισμό μεταξύ τους ως το επιφορτιζόμενο ρίσκο, τη διαφάνεια της διαχείρισης και το βασικότερο, τους κανονισμούς που καθορίζουν την παρουσία τους.¹¹ Η ίδια εξέλιξη επέβαλε το ερώτημα αν με το νέο δυναμικότερο μέγεθός της θα δύνατο η βιομηχανία των hedge funds να κρατήσει την παραδοσιακή της ευρηματικότητα και την κουλτούρα του υψηλού αεπιφορτιζόμενου κινδύνου που παρείχε υψηλές αποδόσεις.

Βλέποντας αυτό, πολλοί hedge fund managers μικραίνουν σκόπιμα το μέγεθος των κεφαλαίων που διαχειρίζονται, αφού πιστεύουν ότι τα μεγάλα κεφάλαια δεν συμπλέουν προς τον τρόπο που αυτοί δραστηριοποιούνται. Εν μέσω όλων αυτών των μεταβολών, τα θεσμικά όργανα προστασίας των αγορών ακόμη πιο πολύ στον συγκεκριμένο κλάδο σε σχέση με το παρελθόν περιορίζοντας έτσι το «πειρατικό» και μη θεμιτά κερδοσκοπικό πνεύμα των hedge funds. Εδώ και λίγο καιρό, το Financial Services Authority στη Βρετανία επέβαλε πρόστιμο μεγέθους 2,6 εκατ. δολαρίων

¹⁰ ό.π.

¹¹ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

στην GLG Partners, hedge fund που εδρεύει στο Λονδίνο, για παράνομες συναλλαγές. Παρά ταύτα, η εχεμύθεια και η προσαρμοστικότητα ενάντια στους κανονισμούς των αγορών εξακολουθεί να είναι η σύνοψη της φιλοσοφίας των hedge funds.¹²

1.3. Οι Επιπτώσεις της Κρίσης.

1.3.1. Εισαγωγή.

Η ξεχωριστή φύση της τρέχουσας κρίσης –ο συνδυασμός της εκτόξευσης των τιμών των ακινήτων, το σταμάτημα των πιστώσεων και η καθίζηση των χρηματιστηριακών τιμών, κάτι το οποίο δεν έχει αντιμετωπίσει τις προηγούμενες δεκαετίες η οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών, κάνει δύσκολη την αποτίμηση των επιδράσεων της στην πραγματική οικονομία.

1.3.2. Ρευστότητα¹³

Τα επακόλουθα της κρίσης στις οικονομίες των βιομηχανικών χωρών βρίσκεται στο γεγονός ότι, η παγκόσμια αγορά περνά κρίση ρευστότητας με συνέπεια οι δυσχέρειες για τις επιχειρήσεις και για τις τράπεζες να αυξάνονται. Η έλλειψη ρευστότητας στην αγορά κατέληξε σε αυτό που καλείται πιστωτική ασφυξία. Ολοένα και πιο πολύ οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συναντούν όλο και μεγαλύτερα προβλήματα στη λήψη δανείων.

Οι εμπορικές και βιομηχανικές εταιρίες έχουν δυσχέρεια αναχρηματοδότησης των δανείων τους με ταυτόσημους όρους που δανείζονταν όπως πρίν. Αυτό γίνεται επειδή, οι τράπεζες δεν δανείζουν χρήματα η μία στην άλλη φοβούμενες τυχόν δυσάρεστες εκπλήξεις. Υφίσταται έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ τους για το αν είχαν ορθούς ισολογισμούς ή αν έκρυβαν σκελετούς δανείων

¹² Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*. & Βικιπαίδεια, *Η Ελεύθερη Εγκυκλοπαίδεια* [online]. Διεύθυνση: <http://el.wikipedia.org>. (23 Νοεμβρίου 2008).

¹³ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

subprime. Έστω και αν δανείσουν απαιτούν ανώτερες εγγυήσεις και μεγαλύτερους τόκους για τα ίδια δάνεια. Η σχέση δανείων / καταθέσεων σε πολλές τράπεζες είναι αρκετά μεγαλύτερη του 1, κάτι που δείχνει ότι είναι απαραίτητος ο δανεισμός τους ώστε να δύνανται να συντηρήσουν τις υφιστάμενες χορηγήσεις τους. Παραδείγματος χάριν, έστω ότι οι τράπεζες παύουν να δανείζονται τότε, αμέσως θα πρέπει με τη σειρά τους να πάρουν πίσω (ή να μην ανανεώσουν) κατά περίπτωση το 10% - 20% των χορηγήσεών τους, κάτι που προειδεάζει αυξημένες χρεοκοπίες σε υπερδανεισμένες εταιρίες.

Πολλές τράπεζες έχουν δομήσει την ανάπτυξή τους σε τιτλοποιήσεις και σε ομολογιακά δάνεια, μεγάλο μέρος των οποίων μάλιστα πρόκειται να λήξει από τώρα και μέχρι τα τέλη του 2009. Αυτές οι αγορές όμως είτε έχουν "παγώσει", είτε δανείζουν χρήμα με σημαντικά ακριβότερους όρους απ' ότι στο παρελθόν. Η κατάσταση αυτή θα έχει σαν δυσάρεστο αποτέλεσμα το γεγονός ότι οι τράπεζες, όχι μόνο δεν θα παρέχουν πιο πολλά δάνεια, του εναντίον θα πρέπει να τα περικόψουν σημαντικά και παράλληλα να ανεβάσουν τις τιμές στις οποίες δανείζουν.

Σαν συνέπεια αυτού, φαίνεται μια ιδιαίτερη αύξηση στα περιθώρια επιτοκίων (Spreads) μεταξύ τριμήνου και ημερησίου (overnight) δανεισμού.¹⁴

1.3.3. Επιπτώσεις στις αγορές¹⁵

Από τις αρχές του έτους 2008, είχαμε μια πρωτοφανή οικονομική κατάσταση, αφού χαρακτηρίστηκε μία από τις χειρότερες των τελευταίων ετών, κατά την οποία έγιναν μαζικές πωλήσεις, που οδήγησαν τους μετοχικούς δείκτες σε όλο τον κόσμο σε κατακόρυφη πτώση. Παίρνοντας υπόψη την πτώση αυτή των μετοχικών δεικτών αλλά και τις μεγάλες πιθανότητες ύφεσης στην οικονομία των Η.Π.Α, είναι προφανές ότι οι αγορές ακολουθούν πτωτική πορεία (bear market), στην παρούσα συγκυρία.¹⁶

¹⁴ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

¹⁵ ό.π.

¹⁶ ό.π.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α (FED) σε περιπτώσεις μεγάλης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, παρουσιάζεται να ακολουθεί μια επιθετική πολιτική ελάφρυνσης των επιτοκίων παρέμβασης. Τον τελευταίο χρόνο από το 5,25% το Σεπτέμβριο του 2007, έχει προχωρήσει σε μείωση σε ποσοστό του 2% σήμερα δηλαδή μια μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 325 μονάδες βάσης. Παλεύοντας με αυτόν τον τρόπο να σώσει απο μια βαθιά ύφεση την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών και να επαναφέρει το κλίμα εμπιστοσύνης στο αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ακολουθώντας αυτό το σκεπτικό, οι επενδυτές αναζήτησαν την ασφάλεια που παρέχουν τα ομόλογα δημοσίου, με συνέπεια την αξιοπρόσεχτη αύξηση των τιμών των 10-ετών ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου, παρέχοντας στους επενδυτές αποδόσεις του επιπέδου του 12% από τον Μάιο του 2007. Η όλο και μεγαλύτερη αβεβαιότητα που μαστίζει το τρέχον οικονομικό περιβάλλον καθιστά οποιαδήποτε πρόβλεψη για την πορεία των χρηματιστηρίων ιδιαίτερα δύσκολη καθώς δεν είναι ακόμα σίγουρο μέχρι ποιου σημείου θα επηρεαστεί η οικονομία, αν και καταλαβαίνουμε ότι στην καλύτερη περίπτωση θα υπάρξει στασιμότητα στο κοντινό μέλλον. Το βασικό χαρακτηριστικό των αγορών είναι η μεγάλη μεταβλητότητα.¹⁷

Είναι αξιοπρόσεχτη η διαφοροποίηση που υφίσταται ανάμεσα στην πορεία των χρηματιστηρίων των αναδυόμενων οικονομιών από αυτή των αναπτυγμένων - το ονομαζόμενο *decoupling*, πιο πολύ μετά το Σεπτέμβριο του 2007. Μέχρι τα μέσα Ιανουαρίου του 2008, οι αναδυόμενες αγορές δεν είχαν δεχτεί αρνητικές επιρροές από την κρίση και οι αποδόσεις τους ήταν κατά μέσο όρο 17 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερες από τις ανάλογες αποδόσεις στις Η.Π.Α. και την Ευρώπη. Ασφαλώς, αυτό δεν είναι βέβαιο ότι θα διαρκέσει, λόγω του ότι τα ασιατικά χρηματιστήρια είχαν ραγδαία άνοδο τον προηγούμενο χρόνο.¹⁸

¹⁷ Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*.

¹⁸ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

1.3.4. Οικονομική ανάπτυξη.¹⁹

Με βάση την έκθεση για την Παγκόσμια Οικονομική Συγκυρία για το 2008, η Παγκόσμια Τράπεζα τονίζει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας μειώθηκε το 2007 στο 3,6% σε σύγκριση με το 3,9% το 2006. Παρατηρεί επιπλέον ότι η μείωση θα συνεχιστεί και για το 2008, με τον προβλεπόμενο ρυθμό μεγέθυνσης να ανεβαίνει στο 3,3%. Η υποχώρηση του δολαρίου, η πρόβλεψη για ύφεση στη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου και η αύξηση της μεταβλητότητας στις χρηματαγορές δύνανται ακόμα και να επισκιάσουν το σενάριο περί ανάπτυξης 3,3%, της Παγκόσμιας Τράπεζας.²⁰

Οι κίνδυνοι αυτοί δύνανται να μειώσουν τα έσοδα που έρχονται από τις εξαγωγές αλλά και την αξία των επενδυτικών ροών. Στην έκθεση επιπλέον τονίζεται ότι οι αναταραχές στις διεθνείς αγορές που πηγάζουν από την πιστωτική κρίση θα υφίστανται μέχρι το τέλος του 2008, επισημαίνοντας ωστόσο ότι το κόστος για τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς θα διατηρηθεί υπό έλεγχο. Ακόμα, προβλέπεται ότι η διασπορά των προβλημάτων που έχει προκαλέσει η αγορά ακινήτων στις Η.Π.Α όσον αφορά την καταναλωτική ζήτηση θα διατηρηθεί μετριασμένη για το τρέχον έτος.

Οι προοπτικές δεν είναι καλές για την μελλοντική οικονομική δραστηριότητα και προέρχονται από ελάττωση τόσο της εσωτερικής όσο και εξωτερικής ζήτησης. Η αλματώδης άνοδος του πληθωρισμού και τα προβλήματα στην αγορά εργασίας έχουν ήδη ξεκινήσει να πλήττουν τις καταναλωτικές δαπάνες ενώ οι προβλέψεις για τις επενδύσεις σε ένα περιβάλλον υψηλών επιτοκίων και αυστηρότερων όρων δανεισμού δεν είναι θετικές.

¹⁹ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

²⁰ Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*.

1.4. Η Ευρώπη.²¹

Η θέση του δολαρίου φανερώνει τη συνολική θέση των Η.Π.Α στην παγκόσμια οικονομία αλλά και τη θέση τους μέσα στο σύστημα της παγκόσμιας εξουσίας. Το δολάριο δεν είναι ένα απλό οικονομικό μέσο, είναι ένα δυνατό οικονομικό και πολιτικό όπλο που καθορίζει τη συνολική οικονομική και γεωπολιτική θέση των Η.Π.Α στον κόσμο.²²

Οι προοπτικές του αμερικανικού νομίσματος συνιστούν ένα επιπλέον πρόβλημα για την παγκόσμια οικονομία. Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας ή η υποχώρηση των επιτοκίων δύνανται να προκαλέσουν πρόσθετη πτώση στην αξία του δολαρίου. Η εξασθένιση του αμερικανικού νομίσματος θα βοηθήσει τις χώρες με χρέος σε δολάρια αλλά από την άλλη θα "χτυπήσει" την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων που εξάγουν προς τις ΗΠΑ. Επομένως, οι συνέπειες της διολίσθησης του δολαρίου θα είναι πολύπλευρες και θα διαφοροποιηθούν στην Ευρώπη, την Ασία και τις ΗΠΑ.

Ειδικότερα, η Ευρώπη και αρκετές αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες οικονομίες αφήνουν την ελεύθερη αναπροσαρμογή των ισοτιμιών των νομισμάτων τους (κυμαινόμενες ισοτιμίες), ενώ οι κεντρικές τους τράπεζες στοχεύουν κατά κύριο λόγο στο περιορισμό των πληθωριστικών τους πιέσεων. Εναντίον, οι Ασιατικές χώρες χαρακτηρίζονται από αυτό που καλείται φόβος ελεύθερης διακύμανσης των ισοτιμιών. Φοβούνται δηλαδή ότι η ανατίμηση των εθνικών τους νομισμάτων θα καταλήξει σε απώλεια ανταγωνιστικότητας.

Εξαιτίας των προηγούμενων προβλέπεται ότι οι οικονομίες της Ασίας, θα εξακολουθήσουν να βοηθούν τεχνητά τα νομίσματά τους. Επομένως, εφόσον το δολάριο δεν δύναται να υποτιμηθεί σε σχέση με τα άλλα νομίσματα, θα υποτιμηθεί σε σχέση με το Ευρώ, τη Λίρα και το Καναδικό δολάριο, ώστε να πέσει το έλλειμμα

²¹ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

²² Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

τρεχουσών συναλλαγών (ΕΤΣ) των ΗΠΑ. Αυτό ακολούθως θα επικουρήσει την οικονομία της Ευρωζώνης, διότι αποκαθιστά τις πληθωριστικές επιδράσεις, γεγονός που καλύπτει την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ως ένα βαθμό. Ένα πρακτικό ερώτημα που θα δύνατο να ειπωθεί είναι, ποιό τελικά θα είναι το βάθος και το διάστημα της πιστωτικής κρίσης στον ανεπτυγμένο κόσμο.²³

Υφίστανται ήδη ενδείξεις ότι ο αντίκτυπος της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία δεν θα είναι ήπιος και είναι αλήθεια ότι τους προηγούμενους μήνες φαίνεται επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις Η.Π.Α και σε άλλες μεγάλες οικονομίες.

Πιο παλιά, την περίοδο 1960- 2007 δημιουργήθηκαν μεγάλες οικονομικές κρίσεις. Οι κρίσεις αυτές λοιπόν, δύνανται να δώσουν σημαντικές πληροφορίες για το πώς εξελίσσονται οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις και για τις επιδράσεις τους στην ευρύτερη οικονομία.

Με βάση την ανάλυση των Stijn Claessens (Επικεφαλής του Τμήματος Ανάλυσης του ΔΝΤ και καθηγητής διεθνούς οικονομικής πολιτικής στο Πανεπιστήμιο του Άμστερνταμ), M. Ayhan Kose (Οικονομολόγος του Τμήματος Οικονομικών Μελετών του ΔΝΤ) και Marco E. Terrones (Οικονομολόγος του ΔΝΤ): Το κύριο πόρισμα είναι ότι η κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας θα χειροτερέψει πιο πολύ πριν ξεκινήσει να βελτιώνεται. Εντούτοις, η φύση της ύφεσης σε κάθε συγκεκριμένη χώρα –εάν βέβαια εμφανιστεί– θα εξαρτηθεί από μερικούς παράγοντες.

Ανάμεσά τους, η κατάσταση της οικονομικής υγείας των επιχειρήσεων, των τραπεζών και των νοικοκυριών πριν ακόμη εμφανιστεί η ύφεση και οι πολιτικές που θα προτιμηθούν για να εφαρμοσθούν.

Σχετικά με την μεθοδολογία που διάλεξαν για την μελέτη τους, δέχτηκαν ότι μια ύφεση αρχίζει αμέσως μετά την κορύφωση της οικονομικής δραστηριότητας και τελειώνει όταν πλέον όλα βαίνουν ομαλά, παρατήρησαν ότι : μία ύφεση κατά μέσο όρο διαρκεί τέσσερα τρίμηνα, με τη μικρότερη διάρκεια μόλις στα δύο και τη

²³ ό.π.

μεγαλύτερη παρατηρούμενη στα 13 τρίμηνα. Η συνήθης συρρίκνωση του παραγόμενου ΑΕΠ κατά το διάστημα της ύφεσης ανεβαίνει στις δύο ποσοστιαίες μονάδες. Υφίσταται όμως και ένας άλλος υπολογισμός, αυτός της συσσωρευμένης ζημίας μιας ύφεσης που παντρεύει στοιχεία σχετικά με τη διάρκεια και την ένταση της κρίσης. Κατά βάση, το κόστος στο ΑΕΠ όπως λογαριάζεται σύμφωνα με το δείκτη συσσωρευμένων ζημιών φτάνει στις τρεις ποσοστιαίες μονάδες.²⁴

Το ποσοστό αυτό χαρακτηρίζεται από αρκετή μεταβλητότητα. Τέλος, μια ύφεση καλείται βαθύτατη όταν η μείωση του ΑΕΠ κατά τη διάρκειά της κυμαίνεται στο ανώτατο όριο του 25% του μέσου όρου της αντίστοιχης μείωσης των παρελθοντικών καταστάσεων ύφεσης.

Αυτής της μορφής οι υφέσεις, οι βαθύτατες, διαρκούν κατά βάση περισσότερο από ένα τρίμηνο πλέον των συνηθισμένων και επισύρουν αρκετά μεγαλύτερο κόστος. Ασφαλώς μία ύφεση, εάν εμφανιστεί, ακολουθεί συνήθως με καθυστέρηση τεσσάρων έως πέντε τριμήνων μετά τη πυροδότηση της κρίσης, όπως τα προηγούμενα παραδείγματα.

Τώρα στην εκδήλωση κρίσης στην αγορά των ακινήτων, κατά βάση έχουν αυξημένη διάρκεια και είναι ζημιογόνα. Μια πιστωτική κρίση κρατάει συνήθως δύομιση χρόνια και έχει σαν συνέπεια την κατά 20% ελάττωση των διαθέσιμων κεφαλαίων. Οι κρίσεις στην αγορά ακινήτων κρατούν συνήθως πιο πολύ. Ο κανόνας είναι 4,5 χρόνια και η κατά 30% κατάρρευση των τιμών. Μία χρηματιστηριακή κρίση πάλι κρατά περί τα 10 τρίμηνα και κατά το τέλος της, οι πραγματικές τιμές των μετοχών, έχουν απωλέσει το 50% της αξίας τους.²⁵

Το συμπέρασμα, με γνώμονα πάντα τις εμπειρίες παρελθοντικών ετών είναι ότι η συνύπαρξη οικονομικής ύφεσης και πιστωτικής κρίσης ή κρίσης τιμών περιουσιακών στοιχείων είναι αρκετά περισσότερο ζημιογόνα οικονομικά από τις περιπτώσεις εμφάνισης μεμονωμένων επεισοδίων. Επιπλέον, αν και οι επιπτώσεις της

²⁴ Γκίκας Χ., 2008., Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, *Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.)*.

²⁵ ό.π.

παρούσας κρίσης κατέστησαν ήδη σταδιακά αντιληπτές σε ολόκληρο τον κόσμο, οι παγκόσμιες διαστάσεις τους περιμένουμε να φανούν τους επόμενους μήνες.

1.5. Ανακεφαλαίωση.

Οι Η.Π.Α είναι η επικρατούσα οικονομική και στρατιωτική δύναμη παγκοσμίως. Παρά τη περιοδική ευμάρεια των τελευταίων δεκαετιών, το χάσμα ανάμεσα στους πλούσιους και τους φτωχούς συνιστά σοβαρότατη πρόκληση για την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών. Ξεπερνούν τα 30 εκατομμύρια Αμερικανοί πολίτες που διαβίουν κάτω από το επίσημο όριο της φτώχειας – ιδιαίτερα Αφροαμερικανοί και Ισπανόφωνοι.²⁶

Το Υπουργείο Οικονομικών στηρίζει την γρήγορη ανάπτυξη των 700 δις. Δολαρίων που περιέχονται στο πακέτο οικονομικής ενίσχυσης του χρηματοοικονομικού τομέα. Έχει επιπλέον γνωστοποιήσει σχέδιο παροχών 250 δις. Δολαρίων σε αρκετές τράπεζες της χώρας, ανάμεσα στις οποίες οι JP Morgan Chase, Goldman Sachs και Bank of New Mellon Corp.²⁷

Η κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α, από κοινού με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, τις Κεντρικές Τράπεζες της Βρετανίας, του Καναδά, της Ελβετίας και άλλα εξέχοντα ιδρύματα, προχώρησαν συντονισμένα σε σημαντική πτώση των επιτοκίων στις 8 Οκτωβρίου 2008 για να συμβάλλουν στην εκτόνωση της κρίσης. Η αμερικανική Fed προχώρησε σε μεγαλύτερη μείωση του επιτοκίου του δολαρίου κατά 0,5 μονάδα στην τακτική συνεδρίαση του Οκτωβρίου.²⁸

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) δίνει στοιχεία για ύφεση του επιπέδου του -0,3% για το 2009 για τις χώρες μέλη του, συνέχιση της κρίσης μέχρι τα τέλη του 2009 και ιδιαίτερη πτώση των τιμών των

²⁶ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

²⁷ Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Department of Finance, Stern School of Business, New York University*.

²⁸ ό.π.

ακινήτων στην Ευρώπη. Για φέτος, ο οργανισμός εικάζει για τις ίδιες χώρες άνοδο του ΑΕΠ κατά 1,4%.

Ιδιαίτερα, υποβάθμισε τις προσδοκίες του για το αμερικανικό ΑΕΠ στο 0,9% το 2009 από το 1,4% του 2008, ενώ για την Ιαπωνία και την Ευρωζώνη προέβλεψε ύφεση: για την Ιαπωνία διαφαίνεται ελάττωση 1% στο τέταρτο τρίμηνο και 0,1% το 2009, ενώ για την Ευρωζώνη ελάττωση 1% και 0,5% αντίστοιχα. Για την ανεργία, ο ΟΟΣΑ εικάζει ότι θα υπερβεί το 5,9% στις χώρες μέλη του το 2008, θα διαμορφωθεί στο 6,9% το 2009 και στο 7,2% το 2010, ενώ τον πληθωρισμό τον προβλέπει στο 1,7% το 2009 και 1,5% το 2010, μετά το 3,3% φέτος. Ο οργανισμός ζητεί επιπλέον την λήψη νέων μέτρων μακροοικονομικής ενδυνάμωσης και σημειώνει ότι τα κλασικά μέτρα νομισματικής πολιτικής έχουν απολέσει τη δραστηριότητα τους κάτω από τις παρούσες συνθήκες.²⁹

Στη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία της Ευρώπης, ο τομέας υπηρεσιών επικρατεί. Το Λονδίνο είναι το δυνατότερο χρηματοοικονομικό κέντρο στον κόσμο. Έπειτα από μια περίοδο ακμίας ανάπτυξης λόγω της καταναλωτικής άνθησης, την οποία ενίσχυσαν η πιστωτική επέκταση και η άνοδος στις τιμές των ακινήτων, η οικονομία βρίσκεται στο προθάλαμο της ύφεσης και η ανάπτυξη ήταν αρνητική (- 0.5 %) στο γ' τρίμηνο του 2008.³⁰

Η κυβέρνηση ανακοίνωσε στις 13/10/2008 ότι θα παρέχει κεφάλαια 37 δις. Στερλινών (64 δις δολάρια) σε τρεις μεγάλες τράπεζες. Η Royal Bank of Scotland θα πάρει 20 δις. Στερλίνες, η HBOS και η Lloyds TSB 17 δις στερλίνες, ενώ η Barclays ανακοίνωσε ότι δεν θα πάρει μέρος και θα ψάξει αλλού 6.5 δις στερλίνες. Όπως γνωστοποίησε ο υπουργός Οικονομικών της Αγγλίας, Alistair Darling, η κυβέρνηση είναι έτοιμη να κάνει δικό της το 57% της RBS αν η άντληση κεφαλαίων δεν έχει επιθυμητά αποτελέσματα. Η κυβέρνηση θα δώσει τα κεφάλαια μέσω πώλησης ομολόγων, που θα αρχίσει στις 20 Οκτωβρίου.³¹

²⁹ ό.π.

³⁰ ό.π.

³¹ Sutton Gregory D. 2002. Explaining changes in house prices. *Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review*.

1.6. Η Αγορά των Ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο.³²

1.6.1. Εισαγωγή.

Ξέχωρα από την χρηματοοικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο, αν και σε ηπιότερο βαθμό, βρέθηκε απέναντι σε αντίστοιχες μειώσεις στις τιμές των ακινήτων του. Το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσίασε την σημαντικότερη πτώση των τελευταίων 15 χρόνων στις τιμές των ακινήτων. Σύμφωνα με τους ειδικούς, η Βρετανική αγορά ακινήτων μπήκε σε μια ανησυχητική περίοδο αφού οι αρχικά υψηλές τιμές των ακινήτων που είχαν εφαρμοστεί δεν δύναντο να συντηρηθούν με αποτέλεσμα οι τιμές να τοποθετούνται σήμερα στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 15 χρόνων.

Όπως πιστεύουν, η εικόνα στην Βρετανική κτηματαγορά δεν θα μεταβληθεί ιδιαίτερα ούτε και τους επόμενους μήνες με συνέπεια η ανασφάλεια να παράγει τα ακόλουθα προβλήματα, όπως, η αγορά των ακινήτων της να συνεχίσει να εμφανίζεται υποτονική, οι τιμές να σταθεροποιηθούν στα χαμηλότερα επίπεδα, στην αγορά να προσφέρεται αρκετά μεγαλύτερος αριθμός ακινήτων από αυτόν που δύναται να απορροφήσει και οι τράπεζες να έρχονται αντιμέτωπες με αυξανόμενους κινδύνους μειώνοντας την παροχή πιστώσεων.³³

Οι δανειολήπτες που δεν δύνανται να ξεπληρώσουν τα στεγαστικά τους δάνεια, πολλαπλασιάζονται, με αποτέλεσμα να αυξάνονται και οι κατασχέσεις των σπιτιών τους (το 2007 ήταν η χρονιά με τη σημαντικότερη άνοδο στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια). Οι αγοραστές κωλύονται να πάρουν στεγαστικό δάνειο για να χρηματοδοτήσουν την αγορά του σπιτιού τους εξαιτίας του ότι οι τιμές των ακινήτων

³² Demyanyk Y. and Hemert O. Y.. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis, Department of Finance, Stern School of Business, New York University.

³³ Γκίκας Χ.. 2008.. Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.).

μειώνονται, με συνέπεια οι δανειολήπτες να κατοχυρώνουν μειωμένο ποσοστό δανειοδότησης.

Διαπιστώνεται ακόμα το γεγονός ότι, οι πτωχεύσεις παρουσιάζουν ανοδική τάση και οι νέες κατασκευές διατηρούνται σε περιορισμένα επίπεδα. Το ζήτημα αυτό, δυναμώνει τις ανησυχίες ότι ένα μέρος των νέων κατασκευών δεν θα μπορεί να διατεθεί, με συνέπεια αυτό να επιδρά αρνητικά στους επιχειρηματίες ανάπτυξης γης και πιο πολύ στους μικρότερους αυτού του κλάδου (ειδικά αν η κατασκευή των ακινήτων τους βασίστηκε περισσότερο σε τραπεζική χρηματοδότηση).

Η κατακόρυφη μείωση στις τιμές των ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο τροποποιεί τα δεδομένα και εγείρει κι άλλους οικονομικούς κινδύνους. Αρνητικές συνέπειες θα έχουν και οι τράπεζες στην Κύπρο οι οποίες χρηματοδοτούσαν Βρετανούς για αγορά σπιτιού στην Κύπρο με περίοδο χάριτος, οι οποίοι δεν περίμεναν τη κρίση που ερχόταν και περίμεναν ότι θα πουλούσαν τα σπίτια τους στην Βρετανία σε υψηλότερες τιμές στη φάση της περιόδου χάριτος και θα ξεπλήρωναν τον συγκεκριμένο δανεισμό.

Εξαιτίας των χαμηλών τιμών σήμερα αποφεύγουν ή και δεν δέχονται να πουλήσουν τα σπίτια τους στην Αγγλία, ενώ η περίοδος χάριτος κάποια στιγμή θα τελειώσει και η κανονική ξεχρέωση των δανείων θα πρέπει να αρχίσει, με τους ίδιους τους πελάτες όμως να εξακολουθούν να είναι ανέτοιμοι να αποληρώσουν τα δάνεια τους (κεφάλαιο συν τόκοι).

1.6.2. Ρυθμός Οικονομικής Ανάπτυξης

Η κατάσταση δεν αλλάζει για τον ανταγωνιστή της Νέας Υόρκης στο ράλλυ για τα πρωτεία στον χρηματοπιστωτικό τομέα, το Λονδίνο. Ανάμεσα στο 2008 και 2009 απωλέσθησαν 62.000 θέσεις εργασίας (28.000 φέτος, 34.000 του χρόνου). Η ανεργία στο Ηνωμένο Βασίλειο, το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου, πριν ακόμα από την τελευταία κατάρρευση των χρηματιστηρίων, εκτινάχθηκε στο 5,7%, ποσοστό που είναι το μεγαλύτερο από τον Ιούλιο του 1991.

Σύμφωνα με δεδομένα, η ανεργία άγγιξε το 7,9% το πρώτο τρίμηνο του 2010. Η Τράπεζα της Αγγλίας περιμένει ότι η ανεργία, από 1,7 εκατ. που είναι, θα αγγίξει τα δύο εκατομμύρια μέχρι τα Χριστούγεννα. Οι τομείς που εκτίθενται πιο πολύ είναι ο κατασκευαστικός και τραπεζικός. Επιπλέον και στον δημόσιο τομέα έρχονται περικοπές, με το βρετανικό υπουργείο Δικαιοσύνης να πιστεύεται ότι έκανε περικοπή 10.000 θέσεων εργασίας, το ένα δέκατο σχεδόν των εργαζομένων στο εν λόγω υπουργείο, έτσι ώστε να εξοικονομηθούν 900 εκατ. λίρες.

1.6.3. Το Ηνωμένο Βασίλειο στην ύφεση.

Η βρετανική οικονομία μπήκε σε ύφεση στο δεύτερο εξάμηνο του 2008, σύμφωνα με την Τράπεζα της Αγγλίας (BoE). Σχετικά με τον πληθωρισμό, η κεντρική τράπεζα της Βρετανίας βρέθηκε κάτω από τον κυβερνητικό στόχο του 2% μέχρι το 2010, εφόσον τα επιτόκια καθορίστηκαν εντός των προβλέψεων της αγοράς για το συγκεκριμένο διάστημα.

1.7. Οικονομική Κρίση & Ευρωπαϊκή Ένωση

Μία νομισματική ένωση μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης προβλέπεται να δυναμώσει τις εμπορικές συναλλαγές των χωρών που λαμβάνουν μέρος. Τα τρία κύρια επιχειρήματα υπέρ αυτής της πρότασης είναι η μη ύπαρξη συναλλαγματικών μεταβολών μεταξύ των χωρών που παίρνουν μέρος στην ένωση, η ελάττωση του κόστους συναλλαγών, ενώ η δημιουργία ενός κοινού νομίσματος με περισσότερη ρευστότητα, επικουρεί στην αντιμετώπιση των συναλλαγματικών διακυμάνσεων στις συναλλαγές των μελών με τα μη-μέλη.

Σχετικά με τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις, η ύπαρξη τους φέρει αβεβαιότητα στους παράγοντες της αγοράς. Η ασφάλιση των επιχειρήσεων έναντι του κινδύνου που εμφανίζεται από τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις, στοιχίζει στους επιχειρηματίες. Το κόστος αυτό ποικίλει σχετικά με τη κάθε χώρα και την χρονική περίοδο ασφάλισης. Για ανεπτυγμένες χώρες, όπως τα μέλη της Ο.Ν.Ε. και για μικρή χρονική περίοδο ασφάλισης, το κόστος δεν είναι πάρα πολύ μεγάλο. Όμως, ακόμα και στο παράδειγμα ανεπτυγμένων χωρών, όταν η χρονική περίοδος είναι αναλογικά μεγάλη, τότε η αντιμετώπιση των διακυμάνσεων είναι ατελέσφορη. Η αναποτελεσματικότητα αυτή έγκειται στο ζήτημα ότι, για τακτά χρονικά διαστήματα, η ποικιλία των διαθέσιμων τακτικών ασφάλισης έναντι του κινδύνου είναι αρκετά μικρότερη.³⁴

³⁴ Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

Από μια άλλη σκοπιά, υφίσταται η γνώμη ότι οι επιχειρήσεις δύνανται να χρησιμοποιήσουν τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις προς το συμφέρον τους. Σύμφωνα με την γνώμη αυτή, οι επιχειρήσεις δύνανται να τροποποιήσουν τις εξαγωγές τους, σε μικρό χρονικό διάστημα, ώστε να αυξάνουν κατακόρυφα τα κέρδη τους κάθε φορά. Όμως, δεν είναι βέβαιο αν δύνανται όλες οι επιχειρήσεις να τροποποιήσουν τις εξαγωγές τους και αν δύνανται να ανταπεξέρθουν το ίδιο καλά σε σημαντικά μεγάλες διακυμάνσεις.

Εν κατακλείδι, με βάση ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις παίρνουν αποφάσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και εξαιτίας του ότι οι συναλλαγματικές διακυμάνσεις δεν είναι εύκολα αντιμετωπίσιμες μακροπρόθεσμα, το κόστος που απορρέει από τις διακυμάνσεις δυσκολεύει παραπάνω τις επιχειρήσεις με συνέπεια να ελαττώσουν τις εμπορικές τους συναλλαγές προς το εξωτερικό. Επιπλέον, ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών δείχνει να ελαχιστοποιεί τις παραμορφώσεις στο εμπόριο και στις επενδύσεις μεταξύ των χωρών. Πρέπει να τονισθεί ότι, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προτρέπει για ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, αφού ένα τέτοιο σύστημα, σύμφωνα με το Δ.Ν.Τ., κάνει αποτελεσματικότερες τις οικονομίες στην αντιμετώπιση εξωγενών “shocks”.³⁵

Εκτός των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η Ο.Ν.Ε. επιρεάζει και το κόστος συναλλαγών. Το κόστος αυτό, αφομοιώνει τα έξοδα μιας επιχείρησης για την αγορά ξένου νομίσματος έναντι ντόπιου για την υλοποίηση των συναλλαγών της επιχείρησης με το εξωτερικό. Η συμμετοχή στην Ο.Ν.Ε. ελαττώνει το κόστος συναλλαγών, αφού προεξοφλεί μηδενικό κόστος για αγορά συναλλάγματος μεταξύ των χωρών μελών. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις εξοικονομούν χρήματα από την κατάργηση των πολλών και ποικίλων νομισμάτων λόγω της απλοποίησης του συστήματος συναλλαγών. Είναι δεδομένο ότι, με μικρότερο κόστος συναλλαγών είναι πιο εύκολο για τις επιχειρήσεις να εξάγουν τα προϊόντα τους προς το εξωτερικό.³⁶

³⁵ ό.π.

³⁶ ό.π.

Σχετικά με το εμπόριο με τα μη-μέλη της ένωσης, η ενσωμάτωση ενός κοινού νομίσματος με περισσότερη ρευστότητα από τα εθνικά νομίσματα, βοηθά στην αντιμετώπιση των συναλλαγματικών μεταβολών ανάμεσα στις χώρες μέλη και τις τρίτες χώρες. Όπως σημειώθηκε προηγουμένως, οι συναλλαγματικές μεταβολές δυσκολεύουν το εμπόριο μεταξύ των χωρών. Έτσι, το κοινό νόμισμα μπορεί να τονώσει όχι μόνο το εμπόριο μεταξύ των χωρών μελών, αλλά και με τις τρίτες χώρες.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, εκτός των προηγουμένων, το κοινό νόμισμα δυναμώνει των ανταγωνισμό και την ικανότητα των καταναλωτών να κατανοήσουν την κατάσταση στην αγορά. Για μια επιχείρηση είναι προτιμότερο να δραστηριοποιηθεί στην αγορά μια άλλης χώρας με το ίδιο νόμισμα σε αντίθεση με μια χώρα που έχει διαφορετικό νόμισμα. Επιπλέον, ένας καταναλωτής δύναται να συγκρίνει τις τιμές των προϊόντων στην χώρα του με τις τιμές σε μια άλλη χώρα αποτελεσματικότερα αν υφίσταται κοινό ΗΜ Treasury (2004), Micco *et al* (2003).

1.8. Ιστορική Αναδρομή.³⁷

Μέχρι και το 1989/2004, αυτοί που παρατηρούσαν, ερμήνευαν και παρουσίαζαν το μετά το Β' Παγκόσμιο ευρωπαϊκό οικοδόμημα ως επιτυχία δεν απείχαν πολύ μακριά από την πραγματικότητα. Η δημιουργία των ενεργών διακρατικών και υπερεθνικών θεσμών εφευρίσκοντας και υιοθετώντας μια νέα τακτική ολοκλήρωσης όχι μόνο ήταν άνευ προηγουμένου και μοναδική από τη στιγμή που λάμβανε μέρος μεταξύ πρώην αντιπάλων και άσπονδων εχθρών, αλλά λόγω της επιτυχίας του συνιστούσε ένα νεοεισερχόμενο μοντέλο για τοπική ολοκλήρωση και αναπτυξιακή συνεργασία σε όλο το πλανήτη. Αυτό που ήταν λιγότερο ή και διόλου κατανοητό ήταν ότι οι συνθήκες για τις έκδηλες επιτυχίες της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης ήταν σίγουρες από τη διπολική λογική και το στρατιωτικό τέλος του Ψυχρού Πολέμου.

³⁷ Tano S., (2013). The Eurozone: History, crisis and future, The Becker Friedman Institute for Research in Economics – The University of Chicago.

Η ολοκλήρωση της Δυτικής Ευρώπης στο εσωτερικό της ήταν μια επικεντρωμένη και αρκετά ασφαλής διαδικασία – το σχέδιο Μάρσαλ, το Τείχος του Βερολίνου, το ΝΑΤΟ και ο Σοβιετικός Στρατός (Σύμφωνο της Βαρσοβίας) εγγυόνταν την ειρηνική, σταδιακή και ήρεμη διαδικασία της δημιουργίας νέων θεσμών, της εισαγωγής νομικών εγγυήσεων και της δημιουργίας της μεγαλύτερης αγοράς στον πλανήτη. Οι φιλελεύθερες δημοκρατίες που δομήθηκαν πάνω σ' αυτή τη λογική έγιναν ελκυστικά μοντέλα για αρκετά κράτη, ειδικά στην ανατολικοκεντρική Ευρώπη: παρουσιαζόταν – ιδιαίτερα από εξωτερική οπτική – ότι πρόνοια και δημοκρατία ήταν έννοιες αδιαίρετες.

Το 1989 – όσο απρόβλεπτο και δυσμενές και αν ήταν για τους ωφελημένους του status quo – διαμόρφωσε τελείως νέες συνθήκες: το Τείχος του Βερολίνου έπεσε, η Σοβιετική Ένωση κατακερματίστηκε, η λογική του διπολισμού χάθηκε. Ολόκληρο το ανατολικό σύνορο των Ευρωπαϊκών κοινοτήτων μεγάλωσε τόσο με τη κυριολεκτική όσο και με την πολιτική έννοια. Ο Helmut Kohl, ένας σημαντικός πολιτικός, αποφάσισε να μπει στο τρένο.

Η ενοποίηση της Γερμανίας, θεωρούμενη ως το πρώτο βήμα προς την προς ανατολάς εξάπλωση, άρχισε κατευθείαν πάνω στα συντρίμια του Τείχους. Όσα ταίριαζαν μαζί ξεκίνησαν δειλά να προσεγγίζονται, αλλά κανένας δεν έδειχνε να ενδιαφέρεται αρκετά για αυτά που δεν ταίριαζαν μεταξύ τους και επομένως δεν δύναντο να ενσωματωθούν. Δεν ήταν ούτε πολιτικά ούτε ηθικά πραγματοποιήσιμο να παραγκωνιστεί η αξίωση της Πολωνίας μετά την περίοδο της Αλληλεγγύης, της Τσεχοσλοβακίας μετά τη Χάρτα 77 και της Ουγγαρίας μετά τον Κανταρισμό να ανήκουν στην Ευρώπη ή πιο συγκεκριμένα να συνιστούν κομμάτι της διαδικασίας ολοκλήρωσης.

Μετά την πτώση της ΕΣΣΔ το ίδιο ίσχυε και για την περίπτωση των Δημοκρατιών της Βαλτικής. Μπορούσε να αναβληθεί η ημερομηνία της εξάπλωσης αλλά όχι και να σταματήσει τελείως. Ίσως λόγω της έλλειψης αρκετού χρόνου, αλλά κατά πάσα πιθανότητα χάρη στην έλλειψη ενδιαφέροντος, πολιτικής θέλησης και σοφίας, πιθανά ζητήματα που απέρρεαν από την ογκώδη αύξηση της διαφορετικότητας, δεν συζητήθηκαν ή έγιναν κατανοητά και πιθανόν αγνοήθηκαν τόσο από τους Ευρωκράτες και τους ειδικούς, γκουρού και συμβούλους τους στο λαβύρινθο των Βρυξελλών, όσο και από τις παλιές και νέες πολιτικές ελίτ των υπό μετάβαση και ένταξη χωρών της Ανατολικοκεντρικής Ευρώπης.

Το μη εφαρμόσιμο της παλιάς τακτικής των κοινοτήτων υπό εντελώς νέες συνθήκες προσπέρασαν οι κύριοι της ανατολικής διεύρυνσης. Με την επίσημη έγκριση του *Acquis Communautaire*, όπως ακόμα και των οικονομικών όρων που έβαζε η ΕΕ, οι υπό ένταξη χώρες διαδραμάτισαν ενεργό ρόλο στην εξάπλωση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, χωρίς να προσφέρουν στη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού δήμου και σε μια συγκεκριμένη ευρωπαϊκή πολιτεία.

Ο αριθμός των πολιτών που πήραν μέρος στην ευρωπαϊκή αγορά αυξήθηκε αρκετά ενώ η ταύτισή τους με το ευρωπαϊκό πρόγραμμα πάγωσε εξαιτίας των διαρκών διαψευσμένων εντυπώσεων για υλική πρόοδο.

Η δημοκρατία και η πρόνοια χωρίστηκαν ως έννοιες, δημιουργώντας ψευδαισθήσεις, απάθεια και οργή, πρώτιστα κυρίως στη Νέα Ευρώπη και με την κλιμάκωση της παγκόσμιας κρίσης, παντού. Οι οικονομικοί υπολογισμοί πίσω από το πολιτικό παραπέτασμα αποδείχθηκαν ατελείς: φτωχές και εκτεθειμένες χώρες ως καλοφτιαγμένες περιφέρειες μπορεί να προσφέρουν σε οικονομική σταθερότητα του κέντρου βραχυπρόθεσμα.

Αλλά η περισσότερο σύνθετη διαφορετικότητα έχει αποσταθεροποιητικές συνέπειες σε κοινωνικές και πολιτικές ενταξιακές διαδικασίες μεσοπρόθεσμα. Οι

συνέπειες- μπουμέρανγκ του μονομερούς και όχι αρκετά μελετημένου ανοίγματος έγιναν άμεσα φανερές μετά την εξάπλωση του 2004 και χειροτέρεψαν μαζί με αρκετά άλλα συμπτώματα της παγκόσμιας κρίσης.

1.9. Το ξεκίνημα.

Το 2001, η οικονομική κρίση στην Τουρκία δημιουργήθηκε από τον τραπεζικό κλάδο, αν και τα αίτια αυτού του απροσδόκητου πανικού πρέπει ακόμα να αναζητηθούν και στη μη πολιτική σταθερότητα αλλά και στον κίνδυνο της συνολικής χρεοκοπίας, τόσο των χρεοκοπημένων νοικοκυριών γενικά όσο και του κατά γενική ομολογία, χρεοκοπημένου Τουρκικού δημοσίου. Μία εσωτερική κρίση η οποία στην δομή της εμφανίζει πολλές ομοιότητες με την τωρινή που όμως δεν μεταπήδησε, εκτός των υπολοίπων κλάδων της οικονομίας της γειτονικής χώρας, στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.³⁸

Το σινιάλο δόθηκε όταν οι μεμονωμένες εταιρίες οι οποίες αντικρίζουν το φάσμα της χρεοκοπίας υφίστανται και μία μείωση της αξίας της τιμής των μετοχών τους, επειδή οι τράπεζες οι οποίες τους δάνεισαν θα ζητήσουν γρήγορα πίσω το δανειθέν κεφάλαιο ή θα ανεβάσουν το κόστος δανεισμού.

Στις καλές εποχές, επιχειρήσεις σε επικερδείς κλάδους της οικονομίας ανταμείβονται από το σύστημα με περισσότερες ευκαιρίες δανεισμού. Τέλος, ο όλο και μεγαλύτερος ρυθμός παροχής δανειακών κεφαλαίων καταλήγει στη δυσχέρεια αποπληρωμής. Η κεντρική τράπεζα είναι παραδόξως ο λόγος της οικονομικής αστάθειας, αφού παρουσιάζεται να κόβει χρήμα από το πουθενά δηλαδή χρήμα που δεν αντικατοπτρίζει την παραγωγή αντίστοιχης αξίας αγαθών.

Οι Ευρωπαίοι αρχηγοί αντιλήφθηκαν πως και οι δικές τους τράπεζες βρίσκονταν στην ίδια κατάσταση, σε σχέση με τις αμερικανικές, βρετανικές και ιρλανδικές τράπεζες. Αυτό που αντιλήφθηκαν οι Ευρωπαίοι αρχηγοί ήταν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες όχι μόνο δεν είχαν υποστεί βλάβη από τη συνεχή παραγωγή

³⁸ Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

ιδιωτικού χρήματος (μέσω δανεισμού τεραστίων διαστάσεων) του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά αντιθέτως είχαν επιδοθεί σε αυτή ακόμα περισσότερο απ' ό,τι οι τράπεζες των ΗΠΑ. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες (συμπεριλαμβανομένων και των ελβετικών) φάνηκαν σε σημαντικό βαθμό εισηγμένες μέσα στο σύστημα που κατέληξε στην κρίση των ΗΠΑ.

Οι γαλλικές τράπεζες αναγκάστηκαν να παραδεχτούν ότι είχαν τοποθετήσει το λιγότερο 33 δισ. ευρώ σε CDO. Σε αυτό το ποσό πρέπει να προστεθεί η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών στις χρεωμένες χώρες της ευρωζώνης (849 δισ. ευρώ), στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης (περισσότερα από 150 δισ. ευρώ), στις χώρες της Λατινικής Αμερικής (περισσότερα από 300 δισ. ευρώ) και στα χρέη της Ισλανδίας που έφταναν περίπου τα 70 δισ. ευρώ.³⁹

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη-μέλη έπραξαν ότι έπραξε και η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών στην Wall Street. Παρ'όλα αυτά, υφίσταντο δύο βασικές διαφορές. Η πρώτη διαφορά είναι πως το ευρώ δεν είναι σαν το δολάριο. Για όση περίοδο το δολάριο διατηρείται σαν παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ δύνανται ουσιαστικά να παράγουν χρήμα χωρίς συνέπειες, κάτι τέτοιο δεν δύνατο να γίνει στο ευρώ.⁴⁰

Τα στατιστικά στοιχεία του ΔΝΤ φανερώνουν ότι στα τέλη του 2009 το 62% των παγκόσμιων αποθεματικών ήταν σε δολάρια και από τότε, η αναλογία αυτή μεγαλώνει λόγω της ευρωπαϊκής κρίσης τραπεζών-χρέους που ξέσπασε το 2010. Η δεύτερη διαφορά σχετίζεται με την μη σωστή αρχιτεκτονική της ευρωζώνης και συγκεκριμένα, με το ζήτημα ότι ενώ τα κράτη-μέλη περιορίζονται από ένα κοινό νόμισμα, το δημόσιο χρέος τους είναι απόλυτα διαχωρισμένο, τα κράτη-μέλη είναι τα μόνα υπεύθυνα για τις τράπεζές τους και δεν υφίσταται κάποιος πραγματικός έλεγχος.⁴¹

³⁹ ό.π.

⁴⁰ ό.π.

⁴¹ Για να δούμε την ουσία της ευρωπαϊκής τραπεζικής κρίσης, σε αντιδιαστολή με την κρίση της Wall Street, φανταστείτε τι θα είχε συμβεί το 2008 αν στη «ζώνη του δολαρίου», στις ΗΠΑ, η κάθε πολιτεία (π.χ. η πολιτεία της Νέας Υόρκης, η Καλιφόρνια ή η Νεβάδα) έπρεπε να διασώσει τις τράπεζες που έδρευαν στο έδαφός της ενώ ταυτόχρονα απαγορευόταν η

Η παρουσία στην ευρωζώνη δεν άφηνε το περιθώριο στις χρεωμένες χώρες (π.χ. στην Ελλάδα) για διαφυγή από την κρίση μέσω της υποτίμησης, επομένως, η ευρωπαϊκή εκδοχή της διάσωσης των τραπεζών παρείχε στον χρηματοπιστωτικό κλάδο την ευκαιρία να ξαναρχίσει να τυπώνει ιδιωτικό χρήμα. Χρήμα το οποίο ήταν το ίδιο επιρρεπές στην κατάρρευση όσο και εκείνο που κόπηκε από το τραπεζικό σύστημα προ του 2008.⁴²

1.10. Το ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.⁴³

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF) είναι ένα εργαλείο ειδικού σκοπού (special purpose vehicle – φορέας ειδικού σκοπού) που δημιουργήθηκε από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 9 Μαΐου 2010 με σκοπό τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την προσφορά οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης σε οικονομική δυσχέρεια.

Η επίσημη ημερομηνία ίδρυσής του ήταν η 7η Ιουνίου 2010 ενώ σε κανονική λειτουργία άρχισε από τις 4 Αυγούστου 2010. Το ταμείο εδράζεται στην πόλη του Λουξεμβούργου. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων προσφέρει σε αυτό υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων και διοικητική βοήθεια μέσω συμβάσεων σε επίπεδο υπηρεσιών. Το EFSF είχε πρώτιστα, την μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση

χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των πολιτειών από την Ουάσιγκτον! Μέσα σε αυτό το προβληματικό θεσμικό πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσπάθησαν να αναχαιτίσουν την τραπεζική κρίση. Μεταξύ 2008 και 2009, «κοινωνικοποίησαν» τις απώλειες των τραπεζών και τις μετέτρεψαν σε δημόσιο χρέος. Εντωμεταξύ, η οικονομία της Ευρώπης έμπαινε σε ύφεση, όπως ήταν αναμενόμενο. Μέσα σε ένα μόνο χρόνο (2008-9), το ΑΕΠ της Γερμανίας μειώθηκε κατά 5%, της Γαλλίας κατά 2,6%, της Ολλανδίας κατά 4%, της Σουηδίας κατά 5,2%, της Ιρλανδίας κατά 7,1%, της Φινλανδίας κατά 7,8%, της Δανίας κατά 4,9%, της Ισπανίας κατά 3,5%.

⁴² Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

⁴³ European Financial Stability Facility, (2010), Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg.

(AAA από την Fitch Ratings και την Standard & Poor's και Aaa από την Moody's). Στις 16 Ιανουαρίου 2012 η Standard & Poor's υποβάθμισε την πιστοληπτική του ικανότητα σε AA+.

Ο ευρωπαϊκός μηχανισμός δύναται να εκδώσει ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα στην αγορά με την βοήθεια του Γερμανικού Γραφείου Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους για να αυξήσει τα κεφάλαια που χρειάζονται για την παροχή δανείων προς χώρες της ευρωζώνης με οικονομικές δυσχέρειες, να συνεχίσει σε αναδιάρθρωση των κεφαλαίων των τραπεζών ή να αγοράσει κρατικά ομόλογα. Η έκδοση των ομολόγων θα ακολουθείται από εγγυήσεις που δίνονται από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης ανάλογα με τη προσφορά τους στο καταβεβλημένο απόθεμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Το αρχικό σχέδιο είκαζε πως η διευκόλυνση δύναται να συνδυαστεί με δάνεια μέχρι και € 60 δισ. από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (που στηρίζεται σε κεφάλαια που πάρθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τον προϋπολογισμό της ΕΕ ως εγγύηση) και έως € 250 δισ. από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για την δημιουργία μιας οικονομικής δικλείδας ασφαλείας μέχρι και €750.000.000.000.

Με άξονα το πλάνο, αν δεν υφίστανται οικονομικές αιτίες για τη δραστηριότητα του ΕFSF, αυτό θα σταματήσει μετά από τρία χρόνια, στις 30 Ιουνίου 2013. Σε αντίθετη περίπτωση, ο μηχανισμός θα συνεχίσει να υφίσταται μέχρι η τελευταία υποχρέωσή του να έχει εντελώς ξεπληρωθεί. Μετά τον Ιούνιο του 2013, τόσο το ΕFSF όσο και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (ΕFSM) προβλέπεται να αντικατασταθούν με τον (μόνιμο) Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism - ESM).

Η διευκόλυνση δανεισμού δύναται να εφαρμοσθεί μόνο κατόπιν αιτήματος επικούρησης από ένα κράτος μέλος της ζώνης του ευρώ και ενώ ένα οικονομικό μοντέλο της χώρας έχει πρωτύτερα γίνει θέμα διαπραγμάτευσης με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ και έχει γίνει ομόφωνα δεκτό από το Eurogroup (υπουργοί οικονομικών της ζώνης του ευρώ) ενώ ένα μνημόνιο κατανόησης είναι

υπογεγραμμένο. Αυτό θα γίνει μόνο όταν η χώρα κωλύεται να δανειστεί από τις αγορές σε αποδεκτές τιμές.⁴⁴

Αν υφίσταται ένα αίτημα από ένα κράτος μέλος της ζώνης του ευρώ για οικονομική βοήθεια, θα απαιτηθούν τρεις έως τέσσερις εβδομάδες για να επεξεργαστεί ένα πρόγραμμα βοήθειας, συμπεριλαμβανομένης της αποστολής εμπειρογνομόνων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το ΔΝΤ και την ΕΚΤ στη χώρα που υφίσταται δυσκολίες. Μόλις το Eurogroup προσυπογράψει το πρόγραμμα της χώρας, το EFSF θα απαιτηθούν μερικές ημέρες εργασίας για την αύξηση των απαραίτητων πόρων και την εκταμίευση του δανείου.⁴⁵

⁴⁴ Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

⁴⁵ European Financial Stability Facility, (2010), Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg.

1.11. Η περίπτωση της Ιρλανδίας.⁴⁶

Αναλογικά με την μελέτη του Ινστιτούτου Εργασίας για την Ευρωπαϊκή κρίση το 2011 συμπεραίνεται πως η Ιρλανδική οικονομία με το ξεκίνημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 μπήκε αμέσως στο μάτι του κυκλώνα. Η Ιρλανδία έπρεπε να προφυλάξει το τραπεζικό σύστημα, σε αντίθεση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Το ιρλανδικό δημόσιο χρέος μεγάλωσε για να φτάσει από επίπεδα χαμηλότερα του 100% του ΑΕΠ το 2010 στο επίπεδο του 161,5% του ΑΕΠ το 2018. Η Ιρλανδική οικονομία εκτόνησε σύντομα ένα πρόγραμμα προσαρμογής με απτά αποτελέσματα.

Η οικονομική πολιτική με την οποία συσχετίζεται το πρόγραμμα προσαρμογής της ιρλανδικής οικονομίας παρέχει αρκετά ευνοϊκούς ρυθμούς μεγέθυνσης οι οποίοι έχουν εικασθεί, ενώ έχουν παρθεί υπ' όψιν τα τεράστια χρηματικά ποσά που έχουν προσφερθεί στο ιρλανδικό τραπεζικό σύστημα και τα οποία ξεπέρασαν το 2010 τα 30 δισ. ευρώ.

Αρχές του 2013, η Ιρλανδική οικονομία βγήκε στις αγορές και πήρε 5 δισ. ευρώ εξασφαλίζοντας το σύνολο των χρηματοδοτικών ελλείψεων της έως τα τέλη του 2014 μέσω ομολόγων. Συνολικά για το 2015, η Ιρλανδία έχει σχεδιάσει την άντληση χρημάτων από τις αγορές, έτσι ώστε να χρηματοδοτήσει τις παρούσες ανάγκες της, οι οποίες σχετίζονται και με την αποπληρωμή του χρέους προς το ΔΝΤ.

Η ιρλανδική κρίση σε αντιδιαστολή με την ελληνική δεν ήταν δημοσιονομική. Ήταν η συνέπεια της κρίσης των τραπεζών που είχαν εκτεθεί στη φούσκα της αγοράς ακινήτων. Όταν οι συνθήκες στη διεθνή αγορά άλλαξαν, το Δημόσιο είχε υποχρεώσεις 60 δισ. ευρώ των τραπεζών, ώστε να μη μεταπηδήσει το πρόβλημα στο ευρωπαϊκό σύστημα. Δεν υφίστατο δημοσιονομικό ζήτημα αλλά συντελέστηκε λόγω της ανάληψης των υποχρεώσεων αυτών. Για την προσέγγιση της κρίσης η Ιρλανδία έκανε σημαντικές περικοπές στο δημόσιο τομέα της αλλά και σε

⁴⁶ Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, (2011), ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ.

αύξηση των φόρων. Εντούτοις με προσηλωμένο το βλέμμα στην ανεργία συνέδεσε την πολιτική προσλήψεων με τις φοροαπαλλαγές.⁴⁷

1.12. Οι χώρες του Νότου.

ΟΙ συνέπειες για την πορτογαλική οικονομία είναι σε γενικά πλαίσια αντίστοιχα με αυτά της Ιρλανδίας. Σχετικά με τις κρατικά έξοδα, η σταθεροποίηση του χρέους χρειάζεται ελαφρύνσεις του επιπέδου του 4% το 2011, του 2% το 2012 και του 1% ετησίως για όλα τα επόμενα χρόνια, ενώ η μείωση του χρέους χρειάζεται αντιστοίχως ελαφρύνσεις της τάξεως του 6%, του 4% και του 2%.

Η κρίση στην Ισπανία δείχνει στοιχεία ομοιότητας ποιοτικά με αυτά της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, με ιδιαίτερες όμως ποσοτικές διαφορές ως προς το τελικό επίπεδο του κρατικού χρέους. Η ποσοτική αυτή διαφοροποίηση εξηγείται τόσο με το χαμηλότερο επίπεδο χρέους από το οποίο αρχίζει η ισπανική οικονομία και το οποίο έφθασε το 2010 στο 60,1% του ΑΕΠ, όσο και στην υπόθεσή μας περί συνέχισης του κόστους δανεισμού της χώρας από τις αγορές σε σταθερά επίπεδα. Επιπλέον, θα πρέπει να παρθεί υπ' όψιν ότι οι πιθανές επιπτώσεις στην ισπανική οικονομία από την υπέρμετρη έκθεση του τραπεζικού συστήματος στην αγορά ακινήτων.

1.13. Η κρίση στην Ελλάδα.⁴⁸

Η οριστική παύση ενός εθνικού νομίσματος και η είσοδος σε μια ενιαία νομισματική πολιτική προβλέπεται να προκαλέσει σημαντικές και ουσιαστικές επιπτώσεις σε μια οικονομία συνολικότερα, όσο και σε ποικίλους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας ειδικότερα, τόσο θετικές, όσο και αρνητικές.

⁴⁷ Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

⁴⁸ Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, (2011), ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ.

Οι θετικές και πριν την είσοδο στον ενιαίο νομισματικό συνασπισμό συνιστούσαν και την επιχειρηματική συμπερασματολογία των θιασωτών της συγκεκριμένης πολιτικής. Γενικότερα, η είσοδος σε ένα οικονομικό περιβάλλον με χαμηλό πληθωρισμό, χαμηλά επιτόκια δανεισμού και σταθερή κεντρικά διοικούμενη νομισματική πολιτική, δύναται να αποτελέσουν τα θετικά. Ιδιαίτερα σε μια οικονομία όπως το ελληνικό κράτος που είχε και έχει σημαντικότερα δημοσιονομικά προβλήματα που επέφεραν δυσλειτουργίες και συνιστούσαν εμπόδιο στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Η είσοδος στην Ο.Ν.Ε., παρείχε στην Ελλάδα μια ψεύτικη ώθηση για παραπάνω ανάπτυξη της οικονομίας. Απέκτησε όμως εντελώς διαφορετική θέση, ως ένα ισότιμο μέλος ενός συνασπισμού με ιδιαίτερα δυνατές οικονομίες, το οποίο συνιστά αναντίρρητα ένα θετικό γεγονός.⁴⁹

Η συμμετοχή στην Ο.Ν.Ε. προεξοφλεί ένα επιπλέον βασικό οικονομικό όφελος, της μείωσης του συναλλαγματικού κινδύνου και της συναλλαγματικής σταθερότητας, την αδυναμία δηλαδή ανατίμησης και υποτίμησης του εθνικού νομίσματος. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος επέσυρε αρκετά προβλήματα στην Ελληνική οικονομία τη τελευταία δεκαετία, μελετώντας τις Ελληνικές εξαγωγές κάποιες δεκαετίες πριν το ευρώ, φτάνουμε στο συμπέρασμα ότι η κύρια τους παθογένεια σχετιζόταν με τον υψηλό πληθωρισμό και τον συναλλαγματικό κίνδυνο.⁵⁰

Ο πληθωρισμός συντελεί μεγάλο κόστος παραγωγής και μειώνει την ανταγωνιστικότητα του εθνικού προϊόντος στις ξένες αγορές, δηλαδή επηρεάζει αρνητικά τις εξαγωγές. Η εφαρμογή και στην Ελλάδα της ενιαίας ευρωπαϊκής

⁴⁹ Ιωακειμίδης Π.Κ., Το Μέλλον της Ευρώπης, Η Προοπτική της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας και η Ελλάδα, Αθήνα, Σιδέρης, 2000. Η Ελλάδα δεν θα θεωρείται πλέον ως μία μικρή περιφερειακή χώρα, αλλά μια χώρα η οποία θα έχει ένα από τα 3 ισχυρότερα νομίσματα στον πλανήτη, μια χώρα της οποίας η φωνή ακούγεται στα κέντρα λήψης αποφάσεων, αυξάνοντας το κύρος της διεθνώς, μια χώρα η οποία δεν θα κινδυνεύει πλέον να πέσει θύμα κερδοσκοπικών επιδιώξεων με αποτέλεσμα να επικεντρώνει το ενδιαφέρον της στα καθημερινά προβλήματα των πολιτών της και που τελικά μια χώρα που μετά από τόσα χρόνια κατάφερε να βγει από την ιστορική της απομόνωση, να κατακτήσει μια θέση στην Ευρώπη, ισχυρή και αξιόπιστη και να περάσει οριστικά στη ζώνη σταθερότητας και ευημερίας της υφηγίου.

⁵⁰ Ιωακειμίδης Π.Κ., Το Μέλλον της Ευρώπης, Η Προοπτική της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας και η Ελλάδα, Αθήνα, Σιδέρης, 2000.

νομισματικής πολιτικής θεωρητικά επηρέασε προς αυτή την κατεύθυνση, όμως η πραγματικότητα ήταν εντελώς διαφορετική και οι ελληνικές εξαγωγές μειώθηκαν εξαιτίας της απουσίας της δασμολογικής πολιτικής.

Σχετικά με τον συναλλαγματικό κίνδυνο, η εξάλειψή του μειώνει μια πηγή αβεβαιότητας και προβλέπεται να αυξήσει την ευημερία μιας οικονομίας, τουλάχιστον θεωρητικά⁵¹. Ένα ενιαίο νόμισμα, όπως το ευρώ, εγγυάται αυτό ακριβώς το θέμα, δηλαδή ένα περιβάλλον σταθερότητας όπου ο κίνδυνος απώλειας των αποδόσεων σε ποικίλες επενδύσεις είναι ιδιαίτερα μειωμένος, τουλάχιστον σε ότι σχετίζεται με την απώλεια των αποδόσεων που έγκειται σε κερδοσκοπικούς λόγους και διαφοροποιημένος σε πολλές ξεχωριστές εθνικές οικονομίες. Αναλογικά με τους θιασώτες αυτή της πολιτικής, το προηγούμενο θέμα θα επίλυε ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας, δηλαδή της προσέλκυσης σημαντικών ξένων επενδύσεων, οι οποίες ζητούσαν ένα σταθερό οικονομικό κράτος.

Συνέπεια των προηγούμενων θα είναι η ανάπτυξη του εμπορίου και η συντέλεση ευνοηκότερων συνθηκών για περισσότερες επενδύσεις σε ξένες χώρες, επωφελούμενοι τις διαφορές σε μισθούς και διαφόρων άλλων κοστών που υφίστανται ανάμεσα στις χώρες⁵². Η πραγματικότητα όμως ήταν εντελώς διαφορετική και η Ελλάδα μπήκε σε μια πρωτοφανή οικονομική κρίση.

Η ελληνική κρίση και μετά την κατανόηση πως το δημόσιο χρέος δεν ήταν βιώσιμο, η ελληνική κυβέρνηση κωλύοταν να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο απτός κίνδυνος στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου. Η κίνηση της κυβέρνησης να ξαναπάρει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να διασφαλίσει μείωση των επιτοκίων

⁵¹ De Grauwe Paul, *Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης*, Αθήνα, Παπαζήσης, 2001.

⁵² Η επιλογή της χώρας στην οποία μια επιχείρηση θα κάνει επένδυση εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, το γεγονός όμως αφενός της ύπαρξης του κοινού νομίσματος και αφετέρου ότι υπάρχουν μεγάλες διαφορές στο επίπεδο των μισθών σε διαφορετικές χώρες θα ευνοήσει τις επενδύσεις σε χώρες με φθηνότερο εργατικό δυναμικό.

κατέληξε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν μπόρεσαν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα.⁵³

Η Ελλάδα υποχρεώθηκε να ξεπέσει... για δανεισμό στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας για την Ελλάδα. Η χρηματοδότηση από τον μηχανισμό στήριξης πραγματοποιήθηκε υπό τους όρους ότι η Ελλάδα θα πάρει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και συγκεκριμένα, υπό τους όρους ότι θα πάρει μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης. Με τη χρηματοδότηση από το μηχανισμό έφυγε ο άμεσος κίνδυνος στάσης πληρωμών της Ελλάδας, που θα είχε πιθανές απρόοπτες συνέπειες και για όλη τη ζώνη του ευρώ. Ακόμα, έπεσε στο τραπέζι θέμα «κουρέματος» του δημόσιου χρέους.

⁵³ Η περίοδος μετά το 1974 υπήρξε περίοδος μεγάλου δανεισμού για την Ελλάδα με συνέπεια τη γρήγορη διόγκωση του χρέους. Μεταξύ του 1980 και 1993 το χρέος εκτινάχτηκε από 28,6% σε 111,6% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα την ίδια περίοδο ήταν επίσης υψηλό. Μετά το 1993 η οικονομία μπήκε σε έναν πιο ομαλό δρόμο με στόχο να ικανοποιήσει τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ. Χάρη στην επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης το χρέος άρχισε να μειώνεται ελαφρά ως ποσοστό του ΑΕΠ και το έλλειμμα έπεσε μέχρι το 1999 κάτω από 3%, πετυχαίνοντας τελικά η Ελλάδα να γίνει μέλος της ΟΝΕ. Αργότερα αποκαλύφθηκε πως οι σχετικά υψηλές επιδόσεις που παρουσιάζονταν αυτή την περίοδο οφείλονταν σε αποκρύψεις ελλειμμάτων και δανείων, πρακτική που ονομάστηκε δημιουργική λογιστική, στην υλοποίηση της οποίας βοήθησε και η τράπεζα επενδύσεων Goldman Sachs. Το φθινόπωρο του 2004, ο τότε υπουργός οικονομικών Γιώργος Αλογοσκούφης προχώρησε σε οικονομική απογραφή κατόπιν πίεσης από την Eurostat. Η απογραφή αποκάλυψε αποκρύψεις δαπανών της προηγούμενης κυβέρνησης με αποτέλεσμα να αναθεωρηθούν τα ελλείμματα των προηγούμενων ετών προς τα πάνω. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση της αξιοπιστίας της χώρας και σε τριετή επιτήρηση από την Ε.Ε.. Την ίδια χρονιά, η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση παλαιότερων ελλειμμάτων της Ελλάδας, από τα οποία προέκυπτε ότι η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε ποτέ τα κριτήρια σύγκλισης του Μάαστριχτ αφού ακόμα και την κρίσιμη χρονιά του 1999 εξακολουθούσε να έχει έλλειμμα πάνω από 3%. Την τριετία 2004-2007 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται ενώ σημειώνονται υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης με το εθνικό εισόδημα να αυξάνεται κατά 12-15 δισ. τον χρόνο. Από το φθινόπωρο του 2008 όμως, λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που ξέσπασε τότε, η ελληνική οικονομία εκτροχιάζεται, το έλλειμμα αλλά και το χρέος αρχίζουν να αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς. Τον Νοέμβριο του 2010, η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση των ελληνικών ελλειμμάτων των τελευταίων ετών. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, το έλλειμμα του 2006 τοποθετήθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ (12,1 δισ. ευρώ), του 2007 στο 6,4% του ΑΕΠ (14,4 δισ. ευρώ), του 2008 στο 9,4% του ΑΕΠ (22,3 δισ. ευρώ) και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ (36,1 δισ. ευρώ). Αντίστοιχα αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και το χρέος, με το χρέος του 2009 να αναθεωρείται στο 126,8% του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε 298 δις Ευρώ.

Το διάστημα μετά το 1974, υπήρξε περίοδος άκρατου δανεισμού για την Ελλάδα με αποτέλεσμα τη γρήγορη διόγκωση του χρέους. Ανάμεσα στο 1980 και 1993 το χρέος εκτινάχτηκε από 28,6% σε 111,6% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα την ίδια περίοδο ήταν επίσης μεγάλο. Μετά το 1993, η οικονομία εισήλθε σε έναν πιο εύκολο δρόμο με στόχο να καλύψει τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ.

Εξαιτίας της επίτευξης υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης το χρέος άρχισε να μειώνεται δειλά ως ποσοστό του ΑΕΠ και το έλλειμμα έπεσε μέχρι το 1999 κάτω από 3%, κατορθώνοντας τελικά η Ελλάδα να γίνει μέλος της ΟΝΕ. Αργότερα, φανερώθηκε πως οι συγκριτικά υψηλές επιδόσεις που εμφανίζονταν αυτή την περίοδο προέρχονταν από αποκρύψεις ελλειμμάτων και δανείων, πρακτική που ονομάστηκε δημιουργική λογιστική, στην πραγματοποίηση της οποίας συντέλεσε και η επενδυτική τράπεζα Goldman Sachs.

Το φθινόπωρο του 2004, ο τότε υπουργός οικονομικών Γιώργος Αλογοσκούφης οδηγήθηκε σε οικονομική απογραφή κατόπιν πίεσης από την Eurostat. Η απογραφή φανέρωσε αποκρύψεις δαπανών της προηγούμενης κυβέρνησης με συνέπεια να αναθεωρηθούν τα ελλείμματα των προηγούμενων χρόνων προς τα πάνω. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση της αξιοπιστίας της χώρας και σε τριετή επιτήρηση από την Ε.Ε.. Το ίδιο έτος η Eurostat ξεκίνησε αναθεώρηση παλαιότερων ελλειμμάτων της Ελλάδας, από τα οποία φάνηκε ότι η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε ποτέ τα κριτήρια σύγκλισης του Μάαστριχτ αφού ακόμα και την κρίσιμη χρονιά του 1999 συνέχιζε να έχει έλλειμμα πάνω από 3%.

Την τριετία 2004-2007 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται ενώ καταγράφονται υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης με το κρατικό εισόδημα να αυξάνεται κατά 12-15 δισ. τον χρόνο. Από το φθινόπωρο του 2008 όμως, εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που πυροδοτήθηκε τότε, η ελληνική οικονομία εκτροχιάζεται, το έλλειμμα αλλά και το χρέος αρχίζουν να μεγαλώνουν με γρήγορους ρυθμούς.

Τον Νοέμβριο του 2010, η Eurostat έκανε αναθεώρηση των ελληνικών ελλειμμάτων των τελευταίων χρόνων. Σύμφωνα με τα δεδομένα αυτά, το έλλειμμα

του 2006 καταγράφηκε στο 5,7% του ΑΕΠ, του 2007 στο 6,4% του ΑΕΠ, του 2008 στο 9,4% του ΑΕΠ και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ. Αντίστοιχα αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και το χρέος, με το χρέος του 2009 να αναθεωρείται στο 126,8% του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε 298 δις Ευρώ.⁵⁴

⁵⁴ Richter F., Wahl, P. (2011), The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone. Report based on a WEED Expert Meeting

Κεφάλαιο 2^ο: Ασφαλιστική Αγορά

2.1 Η ασφαλιστική αγορά την περίοδο της κρίσης

Σύμφωνα με στοιχεία του 2016 από την τράπεζα της Ελλάδος προκύπτει πως: «Η αγορά κινείται πτωτικά περίπου από το 2008. Συνολικά η απώλεια είναι πάρα πολύ μεγάλη. Ο κλάδος αυτοκινήτου έχασε 48% το 2010-2015, ο κλάδος ζωής γύρω στο 24% και ο ζημιών περίπου 39%. Κάποιες εταιρείες θα οδηγηθούν με μαθηματική ακρίβεια στο κλείσιμο, καθώς δεν είναι βιώσιμες τέτοιες τιμές, δεδομένης ιδίως της αυξημένης, πλέον, φορολογίας επί των ασφάλιστρων. Με βάση στοιχεία της Ένωσης Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδος, η ασφαλιστική παραγωγή του κλάδου ζωής σημείωσε πτώση 20,9% στο επτάμηνο από -17,6% στο εξάμηνο και ο κλάδος ζημιών από το -5,8% του πρώτου εξαμήνου έκλεισε στο -6,1% στο επτάμηνο. Αθροιστικά, η ασφαλιστική αγορά έπεσε 12,7% στο επτάμηνο έναντι -11% στο εξάμηνο.

Τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετώπισε ο κλάδος στο συγκεκριμένο διάστημα ήταν από τη μια το «λουκέτο» της εταιρείας Διεθνής Ένωση (η οποία είχε σημαντικό μερίδιο αγοράς στις ασφαλίσεις αυτοκινήτου) και από την άλλη, η μεγάλη πτώση στις ασφαλίσεις ζωής. Είναι χαρακτηριστικό ότι η συγκεκριμένη κατηγορία υποχώρησε κατά 49,1% στο εξάμηνο και κατά 57,6% στο επτάμηνο, στοιχείο που δείχνει ότι πλέον είναι πολύ λιγότεροι εκείνοι που θεωρούν πιθανή την έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη και αναζητούν προστασία σε συμβόλαια ασφάλισης. Επίσης, στα αίτια πρέπει να υπολογίσουμε τις πτώσεις των τιμών στα ασφαλιστήρια συμβόλαια, καθώς και τη μεγάλη αύξηση στις ακυρώσεις παλαιότερων συμβολαίων στον κλάδο ζωής. Ωστόσο, παρά τα προβλήματα, ο κλάδος των ασφαλειών δείχνει να αντέχει, με τις υγιείς εταιρείες να συνεχίζουν να παρουσιάζουν κερδοφορία, η οποία συνδέεται και με την ικανοποιητική πορεία των επενδύσεών τους.

2.2. Οι τιμές των ασφαλίσεων την περίοδο της κρίσης

Μείωση 4,9% εμφανίζει η παραγωγή ασφαλίσεων τον Ιανουάριο του 2014 σε σχέση με το 2013, σύμφωνα με τη σχετική έρευνα της Ένωσης Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος. Συγκεκριμένα, η παραγωγή ασφαλίσεων τον Ιανουάριο, διαμορφώθηκε στα 363.546.353 ευρώ. Η παραγωγή ασφαλίσεων στον κλάδο Ζωής ανήλθε στα 140.227.865 ευρώ, εμφανίζοντας πτώση 5,8%, ενώ οι ασφαλίσεις κατά ζημιών διαμορφώθηκαν στα 223.318.488 ευρώ, μειωμένες κατά 4,9%.

2.3. Οι τιμές των ασφαλίσεων την περίοδο των Capital Controls

Επιπλέον, τα γεγονότα του Ιουλίου (τραπεζική αργία, περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων και διενέργεια του δημοψηφίσματος) επηρέασαν ιδιαίτερα αρνητικά την ασφαλιστική αγορά. Έτσι, σύμφωνα με την ΕΕΑΕ, η παραγωγή ασφαλίσεων το 2015 υποχώρησε περαιτέρω κατά 5,8%, στα 3,58 δις. ευρώ, κάμψη που προκλήθηκε από: α) τη μείωση της αξίας των ασφαλίσεων ζημιών κατά 7,6% και β) την εκ νέου πτώση κατά 3,9% των ασφαλίσεων ζωής. Σύμφωνα με την IBHS, η δραστηριότητα των μεσιτών ακολούθησε τη γενικότερη τάση της ασφαλιστικής αγοράς, με τα έσοδα των εταιρειών να υποχωρούν τόσο στον τομέα κάλυψης ζημιών, όσο και στον τομέα ζωής και υγείας.

Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου η παραγωγή κατέγραφε άνοδο 1,8% στο σύνολο, γεγονός που οφειλόταν αποκλειστικά στη δυναμική πορεία των ασφαλίσεων ζωής (+15%), ενώ οι ασφαλίσεις κατά ζημιών εξακολουθούσαν να μειώνονται. Ωστόσο η επιβολή των capital controls τον Ιούλιο ήταν καθοριστική, καθώς έκτοτε προέκυψε σημαντική υποχώρηση, με την αγορά να «κλείνει» με πτώση 5,8% στο σύνολο του έτους. Σύμφωνα με την IBHS, τα τιμολόγια των ασφαλιστικών εταιρειών δέχονται πιέσεις από τη φθίνουσα ζήτηση και την

ένταση του ανταγωνισμού, με αποτέλεσμα να προχωρούν σε μειώσεις των προμηθειών προς τις συνεργαζόμενες εταιρείες μεσιτείας και πρακτόρευσης.

Στη μελέτη της IBHS αναλύονται οι οικονομικές καταστάσεις 147 επιχειρήσεων. Όπως προκύπτει από τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης, ο κύκλος εργασιών το 2014 διαμορφώθηκε σε 148 εκατ. ευρώ, αυξημένος κατά 10,3% έναντι του 2013. Η άνοδος αυτή προήλθε σε μεγάλο βαθμό από τις 3 μεγαλύτερες επιχειρήσεις, καθώς το 62% του δείγματος εμφάνισε μείωση πωλήσεων. Τα συνολικά κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (ΚΠΤΦΑ) αυξήθηκαν κατά 22%, στα 43,62 εκατ. ευρώ ενώ τα ΚΠΦ σημείωσαν άνοδο 15,4%, στο ύψος των 41,33 εκατ. ευρώ. Τα περιθώρια ΚΠΤΦΑ και κέρδη προ φόρων (ΚΠΦ) υποχώρησαν σε 14,5% και 10,1% αντίστοιχα. Η κεφαλαιακή μόγλευση βελτιώθηκε σε 1,6 προς 1 ενώ το μέσο διάστημα είσπραξης απαιτήσεων διαμορφώθηκε στους 7 μήνες.

Κεφάλαιο 3°. Εμπειρική Ανάλυση.

3.1. Δεδομένα και Περιγραφικά Στατιστικά

Λόγω της δυσκολίας εύρεσης δεδομένων ασφαλιστικού τύπου στην Ελλάδα για την ανάλυση μας χρησιμοποιήσαμε τον δείκτη FTSE ΧΑ ασφάλειες από το 2005 έως το 2015.

Table 2. Στατιστικά

	Πριν την Κρίση	Μετά την Κρίση
Mean	0.001948	-0.001369
Median	0.003654	-0.002823
Maximum	0.080898	0.100694
Minimum	-0.153881	-0.192877
Std. Dev.	0.021798	0.021770
Skewness	-0.820197	-0.720987
Kurtosis	7.462947	8.903246
Jarque-Bera	1182.251	1929.467
Probability	0.000000	0.000000
Sum	2.445236	1.717116
Sum Sq. Dev.	0.595863	0.593862
Observations	1254	1254

3.2 Ανάλυση Μοναδιαίας Ρίζας

3.2.1 Dickey & Fuller Method

Οι χρονολογικές σειρές που αναφέρονται σε οικονομικά ή μακροοικονομικά δεδομένα χαρακτηρίζονται αρκετές φορές από στοχαστικές τάσεις, οι οποίες δημιουργούν αυξητικές ή μειωτικές πιέσεις στις αποδόσεις ή τις τιμές των μεταβλητών. Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων οδηγεί τις σειρές στην ολοκλήρωση, δηλαδή στην εξάρτηση της πρώτης και δεύτερης ροπής από τον χρόνο. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ότι οι σειρές δεν είναι στάσιμες και παρουσιάζουν μοναδιαίες ρίζες. Η βασική συνέπεια από την ύπαρξη αυτού του φαινομένου είναι η αδυναμία προσδιορισμού και διάγνωσης της οικονομικής και οικονομετρικής σχέσης που παρουσιάζουν δύο μεγέθη στην διάσταση του χρόνου. Δηλαδή η στοχαστική τάση σε δύο μεταβλητές τις συνδέει διαχρονικά και τις παρουσιάζει φαινομενικά ως συσχετιζόμενες χωρίς αυτές να διαθέτουν τη παραμικρή και ουσιαστική οικονομική σχέση ή αλληλεπίδραση.

Η οικονομική ή τουλάχιστον η ερμηνεία της ολοκληρώσιμης χρονολογικής σειράς πρώτου βαθμού πέρα από την θεωρητική οικονομετρική προσέγγιση συνεπάγεται τη στοχαστική τάση, η οποία δημιουργεί σχέσεις αλληλεξάρτησης της εξαρτημένης μεταβλητής στην παρούσα χρονική στιγμή με παρελθοντικές τιμές της ίδιας της μεταβλητής. Η σημερινή περίοδος καθώς επίσης και η μελλοντική περίοδος και πορεία της μεταβλητής εξαρτάται από γεγονότα, καταστάσεις και ιδιομορφίες του πεπερασμένου χρόνου, όπως για παράδειγμα μεγάλες οικονομικές διακυμάνσεις, χρηματιστηριακές κρίσεις, οι οποίες δεν εξαλείφονται και τυχόν αρνητικές συνέπειες ή ανωμαλίες δύναται να παρουσιαστούν στο μέλλον και να οφείλονται αποκλειστικά σε τούτα τα γεγονότα. Δηλαδή το φαινόμενο αυτό σε ένα χρονικό φάσμα είναι υπεύθυνο για την δημιουργία ενός είδους μνήμης που παρουσιάζουν οι χρονολογικές σειρές. Η μνήμη έχει τη δυνατότητα καταγραφής και καταχώρησης περιστατικών και γεγονότων τα οποία επαναφέρει υπό κατάλληλες συνθήκες σε μακροπρόθεσμες ή και βραχυπρόθεσμες ειδικές περιπτώσεις δημιουργώντας τις προηγούμενες συνέπειες.

Λόγω του ότι είναι σύνηθες οι οικονομικές χρονολογικές σειρές να παρουσιάζουν μοναδιαίες ρίζες, δηλαδή να είναι ολοκληρώσιμες πρώτου βαθμού είναι απαραίτητος ο έλεγχος για την εύρεση της ύπαρξης μοναδιαίων ριζών, για να μην υποπέσουμε σε σφάλμα εκτίμησης νόθου ή φαινομενικής παλινδρόμησης. Η μεθοδολογία βασίζεται στον επαυξημένο έλεγχο των Dickey και Fuller το 1979 ενώ, η επαληθευσσιμότητα αυτού και κατ' επέκταση η δυναμική που παρουσιάζει ο συγκεκριμένος στατιστικός έλεγχος θα επανελέγχουν χρησιμοποιώντας τον μη παραμετρικό έλεγχο των Phillips και Perron.

Ο προκαθορισμένος στατιστικός έλεγχος T-Statistic χρησιμοποιώντας το ADF_{test} , το οποίο χρησιμοποιεί μια προκαθορισμένη τάση δηλαδή το χρόνο για την εξακρίβωση φαινομενικής ή πραγματικής σχέσης στα υποεξέταση μεγέθη. Σύμφωνα με τον έλεγχο αυτό εκτιμάται το υπόδειγμα:

	1
--	---

Η απόρριψη της H_0 υπόθεσης απαιτεί την λήψη των λογαριθμικών πρώτων διαφορών για την εξασφάλιση της στασιμότητας στην χρονολογική σειρά.

	2
--	---

Σύμφωνα με τις προηγούμενες εξισώσεις το $\Delta \ln Y_t$ απεικονίζει τον εκάστοτε χρηματιστηριακό δείκτη εκφρασμένο σε τιμές νεπέριου λογαρίθμου (2a) και στις πρώτες λογαριθμικές διαφορές (2b). Το $\ln Y_t$ απεικονίζει την τιμή του λογαρίθμου του γενικού δείκτη λαμβάνοντας χρονικές υστερήσεις, το $\Delta \ln Y_t$ αποτελεί την χρονική τάση λαμβάνοντας τιμές $1, 2, 3, \dots, T$. Τέλος, το $\Delta \ln Y_t$ εκφράζει τα κατάλοιπα στα οποία θα εφαρμοστεί ο επαυξημένος έλεγχος για την απόδειξη στασιμότητας ή μη στασιμότητας της χρονολογικής σειράς.

Η έκβαση συμπερασμάτων βασίζεται στην στατιστική που δίνεται από την εξίσωση της σχέσεως (2). Η στατιστική σε απόλυτες τιμές απορρίπτει ή αποδέχεται την υπόθεση της στασιμότητας ή μη σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο σφάλματος στο 5%, η επιλογή του συγκεκριμένου ποσοστού βασίζεται στο γεγονός της ελαχιστοποίησης του στατιστικού σφάλματος 1 και 2.

	3
--	---

Στην περίπτωση που σε απόλυτη τιμή το ADF_{test} λάβει τιμή μικρότερη της κριτικής τιμής, τότε μπορούμε να αποδεχτούμε την H_0 υπόθεση της ύπαρξης μη στασιμότητας των καταλοίπων. Στη περίπτωση που το φαινόμενο δεν διορθωθεί λαμβάνοντας τις πρώτες διαφορές, τότε η επανάληψη της διαδικασίας με τις δεύτερες διαφορές κρίνεται απαραίτητη. Το ενδεχόμενο της απόρριψης της H_0 υπόθεσης συνεπάγεται ότι οι χρονολογικές σειρές είναι ήδη συνολοκληρωμένες, δηλαδή το ότι ήδη βρίσκονται σε μακροχρόνια ισορροπία, συνεπώς θα ήταν άστοχο να περάσουμε στο δεύτερο στάδιο της ανάλυσης συνολοκλήρωσης.

Τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας παρουσιάζονται πίνακα (1), η αξιολόγηση των οποίων δείχνει τις σειρές να είναι ολοκληρώσιμες πρώτης τάξης, γεγονός που επιβεβαιώνει τους ισχυρισμούς μας και αποτελεί το προστάδιο για την ανάλυση συνολοκλήρωσης. Πιο συγκεκριμένα, οι σειρές κατά την εξέταση ολόκληρης της περιόδου παρουσιάζουν χαρακτηρίζονται ως I(1), δηλαδή διαθέτουν μία μοναδιαία ρίζα ενώ, αυτό διορθώνεται στο επίπεδο των πρώτων διαφορών.

Ο αριθμός των χρονικών υστερήσεων έχει επιλεγεί με βάση το τροποποιημένο κριτήριο του Akaike (MAIC), το οποίο παρουσιάζεται στην σχέση (4):

	4
--	---

Όπου το k αναφέρατε στον αριθμό των παρατηρήσεων, το n στον αριθμό των παραμέτρων του υποδείγματος και το α στην τιμή της συνάρτησης της μέγιστης πιθανοφάνειας (log likelihood). Το T παρουσιάζει την στατιστική η οποία διαφοροποιεί το τροποποιημένο κριτήριο από το βασικό, και αναφέρεται στις περιπτώσεις που μας ενδιαφέρει να αξιολογήσουμε τις χρονικές υστερήσεις ενός υποδείγματος στην ανάλυση των μοναδιαίων ριζών αντίθετα, η τιμή της στατιστικής δίνεται από την υποδειγματοποιημένη σχέση (5):

	5
--	---

Όπου το ρ τον αυτοπαλίνδρομο εκτιμητή της χρονολογικής σειρά με μία χρονική υστέρηση σε τιμές βασισμένες στον φυσικό λογάριθμο.

Table 2. Unit Root Tests, Dickey-Fuller Method.

Indices	Critical Value	Probability	T-Statistic	Lags
Time Period 2005 till 2015				
FTSE				
Levels	-2.8926	0,4960	-1,390	2
Differences	-2,8906	0,0000	-37,43	1

3.2.2. Non Parametric Test – Phillips & Perron Method

Ο μη παραμετρικός έλεγχος των Phillips και Perron (1988) χρησιμοποιεί την στατιστική τ και σε γενικές γραμμές παρουσιάζεται όπως στην εξίσωση της σχέσεως (6):

	6
--	---

Όπου το $\hat{\sigma}^2$ αποτελεί τον εκτιμητή του ελέγχου, το $\hat{\sigma}^2$ είναι η εκτίμηση του τυπικού σφάλματος, το $\hat{\sigma}^2$ αποτελεί το τυπικό σφάλμα του ελέγχου της παλινδρόμησης και το $\hat{\sigma}^2$ αποτελεί μια εκτίμηση του error variance. Η εκτίμηση του ϕ_0 γίνεται με την μέθοδο των Kernel- Based. Ασυμπτωτικά η κατανομή της στατιστικής της PP είναι ίδια με αυτή του ADF έλεγχου και η ερμηνεία των αποτελεσμάτων παρουσιάζει σημαντική ομοιότητα.

Τα αποτελέσματα του μη παραμετρικού ελέγχου για την ύπαρξη η μη μοναδιαίας ρίζας στις χρονολογικές σειρές λαμβάνουν την ίδια ερμηνεία με τον επαυξημένο έλεγχο και δεν αντικρούουν τα αποτελέσματα αυτού. Συνεπώς σε επίπεδο σφάλματος 5% η υπόθεση της ύπαρξης μη μοναδιαίας ρίζας απορρίπτεται, οι σειρές χαρακτηρίζονται ως I(1), ενώ οι πρώτες λογαριθμικές διαφορές τους είναι στάσιμες. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παρουσιάζονται στον πίνακα (3).

Table 3. Unit Root Tests, Phillips-Perron Method.

Indices	Critical Value	Probability	T-Statistic	Lags
Time Period 2005 till 20015				
FTSE				
Levels	-2.8629	0,8582	-0,6742	1
Differences	-2.8629	0,0000	-19,430	1

3.3. Ανάλυση Παλινδρόμησης

Η παλινδρόμηση έχει ως ευρύτερο στόχο την εκτίμηση σχέσεων μεταξύ οικονομικών μεγεθών. Στην οικονομετρική θεωρία η παλινδρόμηση αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά εργαλεία ερμηνεύσης και πειραματισμού. Η βασική μορφή όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα (1), απεικονίζει την γραμμική σχέση μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής, η εξαρτημένη μεταβλητή θα μπορούσε να

ήταν η κατανάλωση και η ανεξάρτητη το εισόδημα ή μια ψευδομεταβλητή όπως στην περίπτωση μας. Στην περίπτωση αυτή αυτό που μας ενδιαφέρει σαν οικονομολόγους είναι κατά πόσο η εξαρτημένη μεταβλητή επηρεάζεται από εναλλαγές στην τιμή της ψευδομεταβλητής πριν και μετά την κρίση χρέους στην Ελλάδα..

$$y_t = \alpha + \beta D + \varepsilon_t \quad (7)$$

Στην παραπάνω σχέση, το y_t απεικονίζει την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή με απλά λόγια το y_t εξαρτάται από την μεταβλητή D (ανεξάρτητη μεταβλητή). Το α απεικονίζει τον σταθερό όρο ο οποίος επηρεάζει κατά ένα συγκεκριμένο και σταθερό ποσοστό την εξαρτημένη μεταβλητή y_t . Ενώ το β αποτελεί τον συντελεστή ο οποίος είναι υπεύθυνος για την μεταβολή στην μέση τιμή της y_t εξ' αιτίας μιας μεταβολής της D . Με όρους της χρηματοοικονομικής θεωρίας το β εκφράζει ένα σημείο καμπής.

Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων αποτελεί μια από τις μεθόδους για τον υπολογισμό των σταθερών συντελεστών της απλής γραμμικής παλινδρόμησης. Ελαχιστοποιεί το άθροισμα των τετραγώνων των σφαλμάτων. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα της ανάλυσης μας.

Table 4. Η ασφαλιστική αγορά στην κρίση.				
Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			
C	-0.201371	0.001100	-1.519118	0.1300
DCrisis	-	0.091034	13.26233	0.0000
	11.016720			
R-squared	0.112993	Mean dependent var	-	0.000868
Adjusted R-squared	0.110645	S.D. dependent var	-	0.022709
S.E. of regression	0.017434	Akaike info criterion	-	5.252929
Sum squared resid	0.075983	Schwarz criterion	-	5.224917

Log likelihood	663.8690	F-statistic	175.8893
Durbin-Watson stat	2.189791	Prob(F-statistic)	0.000000

Αφού ολοκληρώσαμε τις παλινδρομήσεις είμαστε έτοιμοι να ερμηνεύσουμε τα αποτελέσματα των αναλύσεων. Για το λόγο αυτό θα παρουσιάσουμε μια γενική μορφή των σχολίων της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων η οποία θα μπορεί να εξηγήσει τα βασικότερα αποτελέσματα της διαδικασίας. Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται ένα μέρος των εκτιμήσεων του παραδείγματος μας. Στην στήλη με το όνομα Variable ο δείκτης C (constant) παρουσιάζει την εκτίμηση του σταθερού όρου του υποδείγματος, η οποία και ισούται με -0,001544. Για να εξακριβώσουμε ότι η εκτίμηση επηρεάζει πραγματικά την εξαρτημένη μεταβλητή οδηγούμαστε στις παρακάτω δύο υποθέσεις: H0 Υπόθεση:

Η εκτίμηση της παραμέτρου δεν είναι στατιστικά σημαντική, συνεπώς ο επηρεασμός της εξαρτημένης μεταβλητής από τον σταθερό όρο είναι μηδέν. H1 Υπόθεση: Η εκτίμηση της παραμέτρου είναι στατιστικά σημαντική, συνεπώς ο επηρεασμός της εξαρτημένης μεταβλητής από τον σταθερό όρο είναι διάφορος του μηδενός. Αν το t-statistic στην τέταρτη στήλη του προηγούμενου πίνακα είναι μεγαλύτερο του 2 τότε απορρίπτουμε την H0 Υπόθεση συνεπώς οι εκτιμήσεις είναι στατιστικά σημαντικές, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Σημείωση: Ο έλεγχος για την στατιστική σημαντικότητα των παραμέτρων θα μπορούσε να γίνει και με την τελευταία στήλη του πίνακα Std. Error (prods). Πιο συγκεκριμένα αν η τιμή της τελευταίας στήλης του πίνακα coefficients είναι μεγαλύτερη από το 0,05 τότε οδηγούμαστε στην περιοχή απόρριψης Στην περίπτωση αυτή η παράμετρος υπό εκτίμηση είναι μη στατιστικά σημαντική (αποδοχή H0 υπόθεσης).

Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση ελέγχου του συντελεστή beta της ψευδομεταβλητής, δηλαδή αν θέλουμε να διαπιστώσουμε αν ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής είναι πραγματικός ή φαινομενικός αρκεί να ακολουθήσουμε την ίδια διαδικασία. Το συμπέρασμα το οποίο προκύπτει ανατρέχοντας στα

αποτελέσματα τις εμπειρικής διερεύνησης προκύπτει πως η περίοδος της κρίσης είναι στατιστικά σημαντική και έχει αρνητική επίδραση στην εξαρτημένη μας μεταβλητή.

Τα επόμενα στατιστικά στοιχεία τα οποία θα πρέπει να εκτιμήσουμε και τα οποία παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν τονιστεί με κόκκινο χρώμα στον πίνακα του παραδείγματος. Οι δείκτες δείκτες καλής προσαρμογής του υποδείγματος R Square και Adjusted R Square (συντελεστές προσδιορισμού) έχουν περίπου την ίδια σημασία και στόχο αποτελεί η μεγιστοποίηση τους. Το R τετράγωνο και το Adjusted R Square με απλά λόγια παρουσιάζουν το ποσοστό επηρεασμού της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες. Στην παρούσα φάση το R τετράγωνο ισούται με ένα ποσοστό της τάξεως του 11% ενώ το Προσαρμοσμένο R Square ισούται περίπου με 11,07%. Και τα δύο αυτά ποσοστά αποδεικνύουν πως το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται αποτελεί ένα όχι και τόσο αξιόπιστο υπόδειγμα. Οι τιμές στις οποίες κυμαίνονται οι συγκεκριμένοι δείκτες είναι από 0 έως 1.

Σημείωση: Το κριτήριο Adjusted R Square είναι προτιμητέο από το R Square στην περίπτωση εκτίμησης υποδείγματος πολλαπλής παλινδρόμησης.

A/A	Όνομα	Τύπος	Στόχος
	Προσαρμοσμένο R2		Μεγιστοποίηση
	R2		Μεγιστοποίηση

Τέλος κλείνοντας στην συγκεκριμένη παράγραφο αξίζει να κάνουμε μια αναφορά στον δείκτη Durbin – Watson. Στην περίπτωση του παραδείγματος μας φαίνεται πως δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του σταθερού όρου και της ανεξάρτητης μεταβλητής, κάτι το οποίο ήταν και αναμενόμενο. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ερμηνεία του δείκτη αυτού στην περίπτωση εκτίμησης μιας πολλαπλής γραμμικής

παλινδρόμησης. Περισσότερα για τον δείκτη Durbin Watson αναφέρθηκαν στην αρχή του συγκεκριμένου κεφαλαίου.

3.4. Ανάλυση Διαθρωτικών Μεταβολών

Οι διαθρωτικές αλλαγές και μεταβολές που υπόκεινται στο διάνυσμα του χρόνου οι χρονολογικές σειρές που αναφέρονται σε χρηματιστηριακά δεδομένα δύναται να οδηγήσουν σε παρερμηνεία της συμπεριφοράς των αγορών γενικότερα, αλλά και αδυναμία της αξιολόγησης της προβλεπτικής ικανότητας των χρονολογικών σειρών. Για τον λόγο αυτό κρίνεται απαραίτητος ο έλεγχος για την ύπαρξη διαθρωτικής αλλαγής (structural break test) στις μεταβλητές. Ο έλεγχος θα βασιστεί στην μεθοδολογία των Lee και Strazicich το 2003 για την ύπαρξη δύο structural break στις υπό εξέταση μεταβλητές στον σταθερό όρο και στην τάση. Περιληπτικά το υπό εξέταση υπόδειγμα μπορεί να περιγραφεί από τις παρακάτω εξισώσεις:

$\Delta \ln s_t = d_s' \Delta Z_{t,s} + \phi_S \tilde{S}_{s,t-1} + \sum_{i=1}^n \tilde{\Delta S}_{s,t-i} + \varepsilon_{s,t}$	8
---	---

	9
--	---

Όπου $\tilde{S}_{s,t}$ είναι μία χρονολογική σειρά με τάση, όπως για παράδειγμα $\tilde{S}_{s,t} = \sum_{i=1}^t \Delta Z_{t,i}$, όπου $\tilde{\Delta S}_{s,t-i}$ αποτελεί την εκτίμηση της παλινδρόμησης της $\tilde{S}_{s,t-i}$ στην $\Delta Z_{t,i}$, όπου $\tilde{S}_{s,t-1}$ η μηδενική υπόθεση για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας ικανοποιείται όταν $\tilde{S}_{s,t-1} = 0$. Για την ύπαρξη δύο διαθρωτικών μεταβολών στην χρονολογική σειρά για τον σταθερό όρο d_s και για την τάση ϕ_S η συνθήκη περιγράφεται ως $d_s = d_{s1} + d_{s2}$ και $\phi_S = \phi_{S1} + \phi_{S2}$, όπου d_{s1} και ϕ_{S1} είναι οι παραμέτρους για τον σταθερό όρο και d_{s2} και ϕ_{S2} είναι οι παραμέτρους για την τάση.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παρουσιάζονται στον πίνακα (4), σύμφωνα με αυτόν προκύπτει πως για τον δείκτη FTSE 100 υπάρχουν δύο structural breaks

(level και trend) σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, η χρονική περίοδος στην οποία μπορούν να οριστούν οι διαθρωτικές μεταβολές εκτείνονται από 28/02/2003 έως και 09/02/2006, γεγονός το οποίο όσον αφορά την πρώτη ημερομηνία μπορεί να γίνει και διαγραμματικά αντιληπτό. Για τις τιμές του χρηματιστηριακού δείκτη Dow & Jones τα αποτελέσματα και κατ' επέκταση τα συμπεράσματα ακολουθούν παρόμοια συμπεριφορά και σημαντική ομοιότητα.

Πιο συγκεκριμένα, σε προκαθορισμένο επίπεδο σημαντικότητας 10% υπάρχουν δύο διαθρωτικές αλλαγές τόσο στον σταθερό όρο όσο και στην τάση της χρονολογικής σειράς η ημερομηνία των οποίων καθορίζεται μεταξύ 09/03/2009 και 09/02/2012. Συγκριτικά με τα αποτελέσματα του ελέγχου για τον δείκτη Δείκτη FTSE ΧΑ ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ υπάρχει μόνο χρονική καθυστέρηση στην εμφάνιση της διαθρωτικής αλλαγής η οποία θεωρητικά τουλάχιστον δύναται να εξηγηθεί από την σχέση που συνδέει τις δύο αγορές. Αντίθετα, όσον αφορά την τάση η εμφάνιση της διαθρωτικής αλλαγής ταυτίζεται απόλυτα στις δύο χρηματιστηριακές αγορές. Οι περίοδοι για τις οποίες υπάρχει διαθρωτική αλλαγή είναι καθοριστικές για την Ελληνική Οικονομία.

Table 5. Minimum LM Unit Root Test with Two Structural Break.

Indices	Critical Value Break Points	\tilde{T}_B	T-Statistic	Lags
Time Period 2000 till 2006				
FTSE				
Levels		09/03/09 - 09/02/012	-5,8387	1

Συμπέρασμα

Η παρούσα ερευνητική εργασία εξετάζει χρονολογικά τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και προσπαθεί να αναδείξει τις ομοιότητες και τις διαφορές που τυχόν να προκύπτουν με την σημερινή. Πιο συγκριμένα, τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν ουσιαστικά οδηγούν στο συμπέρασμα πως η κρίση του 2008 παρουσιάζει μεγαλύτερη χρονική διάρκεια και υψηλότερη μεταβλητότητα. Στις περιπτώσεις αυτές οι διαθρωτικές αλλαγές που υπέστη η ασφαλιστική αγορά ήταν καθοριστικές και ποικίλα σημαντικές, γεγονός το οποίο δεν δύναται να αποκλειστεί και στην συγκεκριμένη περίπτωση.

Συνοψίζοντας τώρα τις βασικότερες ομοιότητες που ανακύπτουν από το ανά χείρας πόνημα οδηγούμαστε στο ότι μπορεί η αιτία που οδήγησε στην κρίση σε ένα κλάδο της οικονομίας χρονολογικά να διαφέρει, η αλληλεξάρτηση των συμβάντων και των διακλαδικών σχέσεων και αλληλεξαρτήσεων της φιλελεύθερης οικονομίας οδηγεί κατά κύριο λόγο στα ίδια αρνητικά αποτελέσματα και στην οικονομική ύφεση. Επίσης, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και το γεγονός πως η οι κρίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος ξεκινούν από φιλελευθέρους ηγέτες, αλλά αντιμετωπίζονται μέσω του κρατικού παρεμβατισμού.

Επανερχόμενοι τώρα στα εμπειρικά αποτελέσματα, τα οποία κατά κύριο λόγο δεν έρχονται σε αντίθεση τόσο με τα προσδοκώμενα όσο και με αντίστοιχες ερευνητικές εργασίες, το συμπέρασμα το οποίο προκύπτει είναι πως η ασφαλιστική αγορά έχει επηρεαστεί σημαντικά από την κρίση, ενώ τα capital δεν φαίνετε να επηρέασαν τόσο δραματικά την κατάσταση. Αν λάβουμε υπόψη άλλους κλάδους της οικονομίας που έχουν καταρρεύσει, ίσως η ασφαλιστική αγορά να είναι σε καλύτερη κατάσταση.

Βιβλιογραφία

- Βαρουφάκης, Γ. (2011). Κρίσης Λεξιλόγιο: Οι Οικονομικοί Όροι που μας Καταδυνα- στεύουν, Αθήνα: Ποταμός.
- Βασιλείου Σ., (2002), Αγορές μετόχων & ακινήτων στις ΗΠΑ και τον κόσμο, Investment Research & Analysis Journal.
- Bowles S. & Edwards R., Κατανοώντας τον Καπιταλισμό, Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα 2001, Τόμος Α & Β.
- Γενική έκθεση επί της δραστηριότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Βρυξέλλες Λουξεμβούργο, 2009, ISSN 1608-7267.
- Γκλεζάκος Μ., *Το θετικό κλίμα απειλείται μόνο από ενδεχομένη ύφεση στις ΗΠΑ*, Εφημερίδα Καθημερινή, Ένθετο Οικονομία & Αγορές, 1 Απριλίου 2007.
- Γκλεζάκος Μ., *Η παθολογία του συστήματος της ελεύθερης αγοράς*, Ηλεκτρονικό Περιοδικό Capital.gr, 28 Μαΐου 2008.
- Γκλεζάκος Μ., *Δέσμη Μέτρων κατά της Ύφεσης*, Εφημερίδα Ημερησία Σαβατοκύριακου, 24 - 25 Ιανουαρίου 2009.
- Γκλεζάκος Μ., *Οικονομική κρίση: χθες, σήμερα, αύριο*, Εφημερίδα Καθημερινή, Ένθετο Οικονομία & Αγορές, 22 Μαρτίου 2009.
- Γκίκας Χ.. 2008., Διεθνής Οικονομική κρίση του 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις, Ομιλία στο Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής (Κ.Ε.Π.Π.).
- De Grauwe Paul, *Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης*, Αθήνα, Παπαζήσης, 2001.

- Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων (2010). «Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα», Occasional Papers 61, Brussels, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocpr61_el.pdf.
- Eurobank Research, *Οικονομία και Αγορές*, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων. Τόμος III, Τεύχος 2, Φεβρουάριος 2008.
- Eurobank Research, *Οικονομία και Αγορές*, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων. Τόμος III, Τεύχος 7, Ιούλιος 2008.
- Eurobank Research, *Οικονομία και Αγορές*, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων. Τόμος III, Τεύχος 8, Σεπτέμβριος 2008.
- Eurobank Research, *Οικονομία και Αγορές*, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων. Τόμος IV, Τεύχος 2, Μάρτιος 2009.
- «Μνημόνιο Συνεννόησης για τις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής», 3η επικαιροποίηση, 11 Φεβρουαρίου 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/e3/e0/8c/e3e08cdd8784725dcf865146739c7c1adb67975/application/pdf/MoU_+25_2_2011.pdf.
- Mankiw, G. and Taylor, M.P. (2010). *Αρχές Οικονομικής Θεωρίας*, τόμ. 2: Συμπλήρωμα για τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, Αθήνα: Gutenberg.
- Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Γενική Διεύθυνση Θησαυροφυλακίου και Προϋπολογισμού (2011).

- Ιωακειμίδης Π.Κ., *Το Μέλλον της Ευρώπης, Η Προοπτική της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας και η Ελλάδα*, Αθήνα, Σιδέρης, 2000.
- «Κρατικός Προϋπολογισμός 2011 – Πορεία Εκτέλεσης – Αριθμός Δελτίου: 10», Αθήνα, Οκτώβριος, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datstore/8e/80/9b/8e809bcc452d5f4fbb2d120a8552a69f3cb0a82f/application/pdf/%CE%94%CE%95%CE%9B%CE%A4%CE%99%CE%9F__10_21-11-2011.pdf.
- Gilpin R.. 2000. *Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων*, 2^η Έκδοση, Εκδόσεις Gutenberg, Τόμος Α & Β.
- Θωμαδάκης Σ. & Ξανθάκης Μ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Τραπεζική Επιστήμη Θεωρία και Πράξη, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2006.
- Κοτζαμάνης Σ., *Σοφοκλέους, Οι παράμετροι του Νέου Στοιχήματος*, Περιοδικό Χρήμα, τόμος 348, 12-2008.
- Ντόκας Α., *Αντίβαρο στις απώλειες του Γενικού Δείκτη ο ΟΤΕ*, Εφημερίδα Καθημερινή, Ένθετο Οικονομία & Αγορές, 1 Δεκεμβρίου 2006.
- Πουρναράκης Ε.Δ., *Διεθνής Οικονομική, Μία Εισαγωγική Προσέγγιση*, Αθήνα, Πουρναράκης, 2000.
- Ταμπάκης Δ., *Πόσο πιο επικίνδυνο είναι το ευρώ από το δολάριο*, Εφημερίδα το Βήμα, 24 Μαρτίου 2009.
- Τσερκέζος Δ., *Οι κύκλοι του Kontratieff και το μέλλον της Σοφοκλέους*, Εφημερίδα το Βήμα, 31 Δεκεμβρίου 2000.

- Τσερκέζος Δ., Κερδοφόρος ο «δείκτης» τιμών των εταιρειών με τα τυχερά παιχνίδια, Εφημερίδα Καθημερινή, Ένθετο Οικονομία & Αγορές, 2 Αυγούστου 2003.