



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2008: ΑΙΤΙΑ,
ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ & ΜΙΑ
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ
ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΠΟΥ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗΝ
ΚΡΙΣΗ**

ΖΩΗ ΠΑΛΑΙΟΛΟΓΟΥ

ΛΟΪΖΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΑΘΗΝΑ
ΜΑΙΟΣ, 2023

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

© Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2018

Η παρούσα Εργασία καθώς και τα αποτελέσματα αυτής, αποτελούν συνιδιοκτησία του ΕΚΠΑ και του φοιτητή, ο καθένας από τους οποίους έχει το δικαίωμα ανεξάρτητης χρήσης, αναπαραγωγής και αναδιανομής τους (στο σύνολο ή τμηματικά) για διδακτικούς και ερευνητικούς σκοπούς, σε κάθε περίπτωση αναφέροντας τον τίτλο και το συγγραφέα της Εργασίας καθώς και το όνομα του ΕΚΠΑ όπου εκπονήθηκε.

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κο Λοΐζο Κωνσταντίνο για την πολύτιμη βοήθειά του καθόλη την διάρκεια της ακαδημαϊκής χρονιάς. Τους κ.κ. Μπάλιο Δημήτριο, Παπανδρέου Ανδρέα και Παππά Αναστάσιο για την ευκαιρία της συμμετοχής μου στο πρόγραμμα μεταπτυχιακών σπουδών «Διοίκηση Οικονομικών Μονάδων», καθώς και τους καθηγητές του προγράμματος για την επιστημονική συγκρότησή μου. Ιδιαίτερες ευχαριστίες στην οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση, βοήθεια και κατανόηση, κατά την διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών μου.

Περίληψη

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 τάραξε συθέμελα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό και οικονομικό σύστημα. Θεωρήθηκε ως η πιο σφοδρή κρίση του καπιταλισμού από το κραχ του 1929 και την μετέπειτα μεγάλη ύφεση που ακολούθησε. Στην παρούσα εργασία διερευνούμε θεωρητικά τα αίτια της κρίσης του 2008, τις επιπτώσεις και τους τρόπους αντιμετώπισης. Η εργασία ολοκληρώνεται με την εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που αύξησαν την πιθανότητα μετάδοσης της κρίσης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Μέσω ενός υποδείγματος panel probit εξετάστηκαν διάφορες μεταβλητές που μπορούν να αυξάνουν την πιθανότητα εκδήλωσης μία χρηματοπιστωτικής κρίσης όπως αυτή του 2008. Οι μεταβλητές επιλέχθηκαν από τις κατηγορίες: μακροοικονομικό περιβάλλον, χρηματοπιστωτικός τομέας, ρευστότητα, δημοσιονομικό πλαίσιο/δημοσιονομική διακυβέρνηση, ποιότητα θεσμών και πολιτικό σύστημα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας είναι ότι ο υψηλός πληθωρισμός, το υψηλό δημόσιο χρέος, η μεγάλη πιστωτική επέκταση και η αύξηση των επιτοκίων συνδέονται στατιστικά σημαντικά με την αύξηση της πιθανότητας εκδήλωσης χρηματοπιστωτικής κρίσης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

Λέξεις – Κλειδιά

Οικονομική κρίση 2008, οικονομίες ζώνης ευρώ, μακροοικονομικές ανισορροπίες, πιστωτική επέκταση, επιτόκια.

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Abstract

The global financial crisis of 2008 fundamentally shook the global financial system. It was considered the most severe crisis of capitalism since the crash of 1929 and the subsequent Great Depression that followed. In this study, we theoretically explore the causes of the 2008 crisis, its consequences, and the policy responses. This dissertation concludes with an empirical research of the factors that increased the likelihood of transmitting the crisis to the economies of the Eurozone. Various variables that can increase the probability of a severe financial crisis, were examined through a panel probit model. The variables were selected from the following categories: macroeconomic environment, financial sector, liquidity, fiscal framework/fiscal governance, institutional quality, and political system. According to our results, high inflation, high public debt, significant credit expansion, and increasing interest rates are statistically significantly associated with the increased likelihood of a financial crisis in the economies of the Eurozone.

Keywords

Economic crisis, Eurozone, macroeconomic imbalances, credit expansion, interest rates

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|--|----|
| «ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ»..... | 1 |
| Περίληψη..... | 4 |
| Abstract | 5 |
| 1. Εισαγωγή | 9 |
| 2. Η κρίση και τα αίτια της | 10 |
| 3. Παγκόσμια οικονομική κρίση 2008: προειδοποίηση, επιπτώσεις και τρόποι αντιμετώπισης..... | 16 |
| 3.1 Τα προεόρτια της κρίσης: Η ισχυρή πιστωτική επέκταση | 16 |
| 3.2 Επιπτώσεις της κρίσης | 24 |
| 3.3 Αντιμετώπιση..... | 30 |
| 4. Εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που αύξησαν την πιθανότητα μετάδοσης της κρίσης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ | 36 |
| 4.1 Μεθοδολογία/Μεταβλητές | 36 |
| 4.2 Αποτελέσματα..... | 43 |
| 4.3 Συμπεράσματα..... | 48 |
| | |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ | 24 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ | 26 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ PROBIT | 42 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ PROBIT | 46 |
| | |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΣΕ ΔΙΣ. ΔΟΛΑΡΙΑ (ΣΥΝΟΛΟ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ)..... | 17 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: ΕΞΕΛΙΞΗ ΥΠΟΛΟΙΠΟΥ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΣΕ ΕΚΑΤ. ΔΟΛΑΡΙΑ | 18 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ | 19 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ | 20 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ, ΕΥΡΩΖΩΝΗ (ΑΡΙΣΤΕΡΟΣ ΑΞΟΝΑΣ) ΚΑΙ ΣΤΟ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (ΔΕΞΙΟΣ ΑΞΟΝΑΣ) ΣΕ ΔΙΣ. ΔΟΛΑΡΙΑ..... | 21 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ 19 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2010..... | 22 |

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

| | |
|--|----|
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΓΙΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2008. | 22 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΓΙΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2008. | 23 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9: ΣΥΝΟΛΟ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ (2006-2012) | 29 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10: ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΓΙΑ ΗΠΑ, ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (2007-2010) | 31 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11: ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΓΙΑ ΙΣΠΑΝΙΑ, ΙΡΛΑΝΔΙΑ, ΣΛΟΒΕΝΙΑ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ (2007-2013) | 32 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12: ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ ΓΙΑ ΗΠΑ, ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΚΑΙ ΗΒ (2007-2010) | 33 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13: ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΗΠΑ, ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΗΒ (2005-2012) | 34 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14: ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΥΠΕΡΕΘΝΙΚΩΝ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΟΝΕ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2021 | 39 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15: ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΜΕ ΤΟΥΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥΣ ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΟΝΕ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2021 | 40 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΟΝΕ (ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2021) | 41 |

1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 συντάραξε συθέμελα το παγκόσμιο οικονομικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έπληξε τις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη έντονα. Ωστόσο η σφοδρότητα δεν ήταν η ίδια σε όλες τις περιπτώσεις. Ενώ κάποιες οικονομίες εξήλθαν σχετικά γρήγορα της κρίσης, σε άλλες η αρνητική κατάσταση διατηρήθηκε για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Η παρούσα εργασία θα πραγματοποιήσει μία βιβλιογραφική επισκόπηση η οποία θα αναδείξει τα αίτια της κρίσης, της συνέπειες της και τους τρόπους αντιμετώπισής της. Παράλληλα, με τη βιβλιογραφική επισκόπηση θα πραγματοποιηθεί υποστηρικτική ανάλυση μέσω πινάκων και διαγραμμάτων αναφορικά με τις αιτίες, τις συνέπειες και τους τρόπους αντιμετώπισης.

Στο εμπειρικό σκέλος της εργασίας θα διερευνηθεί πώς πιθανώς θα μπορούσε να θωρακιστεί μία οικονομία από πιθανή «μόλυνση» (contagion) λόγω μιας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης όπως αυτής του 2008 ή έστω πώς θα μπορούσαν να αμβλυθούν οι πιθανές δυσμενείς επιδράσεις. Για το λόγο αυτό μέσω ενός υποδείγματος πιθανομονάδας (probit model) θα διερευνηθεί ποιες μεταβλητές μπορούν να αυξήσουν την πιθανότητα εκδήλωσης μίας κρίσης όπως αυτής του 2008. Οι μεταβλητές αντλούνται από διάφορες κατηγορίες μεταβλητών και συγκεκριμένα: μακροοικονομικές, χρηματοπιστωτικές, συνθήκες ρευστότητας (νομισματική πολιτική), δημοσιονομικό πλαίσιο/δημοσιονομική διακυβέρνηση, αποτελεσματικότητα κυβέρνησης, πολιτικό σύστημα.

Η παρούσα εργασία δομείται ως εξής: Στο 1^ο κεφάλαιο γίνεται μία σύντομη εισαγωγή στο θέμα, στο 2^ο κεφάλαιο αναφέρονται τα αίτια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008. Στο 3^ο κεφάλαιο περιγράφονται τα πρώτα προειδοποιητικά σημάδια για την εκδήλωση της κρίσης, οι επιπτώσεις της και οι τρόποι αντιμετώπισης. Τέλος η παρούσα εργασία ολοκληρώνεται με την εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που αύξησαν την πιθανότητα μετάδοσης της κρίσης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

2. Η κρίση και τα αίτια της

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, είχε αφετηρία την «κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης» στις Η.Π.Α. που εκδηλώθηκε ένα χρόνο νωρίτερα. Ωστόσο γρήγορα πήρε διαστάσεις και κατέστη παγκόσμια αφού επεκτάθηκε σε πολλές οικονομίες μέσω διάφορων μηχανισμών μετάδοσης. Η κρίση του 2008 έλαβε μεγάλες γεωγραφικές διαστάσεις για αυτό χαρακτηρίστηκε ως η μεγαλύτερη οικονομική κρίση μετά το 1929 (Stiglitz, 2008, Aiginger, 2010, Acosta-González et. al, 2012, Castro et. al, 2022).

Η κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης προέκυψε από την αδυναμία πολλών νοικοκυριών στις ΗΠΑ να εξυπηρετήσουν τα στεγαστικά τους δάνεια. Αυτό με τη σειρά του οδήγησε σε πτώση των τιμών των ακινήτων, μείωση της αξίας των εμπράγματων εξασφαλίσεων των δανείων, προβλήματα στους ισολογισμούς των τραπεζών, περιορισμό των πιστώσεων, αρνητική επίδραση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και ύφεση στην αμερικάνικη οικονομία. Δηλαδή η κρίση μεταδόθηκε αρχικά από τη χρηματοπιστωτική σφαίρα στην πραγματική οικονομία. Η αλυσίδα όμως των αλληλεπιδράσεων δεν σταματά εδώ. Η ύφεση και η αύξηση της ανεργίας δημιούργησε εκ νέου μη εξυπηρετούμενα δάνεια επιχειρήσεων και νοικοκυριών, νέα προβλήματα στους ισολογισμούς των τραπεζών κ.ο.κ. Ένα φαύλο αρνητικό κύκλο, δηλαδή, ο οποίος βύθιζε την οικονομία ολοένα και πιο βαθιά.

Όπως προαναφέρθηκε, η κρίση επεκτάθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο. Σημαντικό ρόλο στη διάχυση της κρίσης αυτής σε πολλές άλλες οικονομίες του πλανήτη διαδραμάτισαν οι τιτλοποιήσεις των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Η διαδικασία τιτλοποίησης είχε ως εξής: οι τράπεζες δημιουργούσαν εταιρίες ειδικού σκοπού (special purpose vehicles) οι οποίες συγκέντρωναν και κατηγοριοποιούσαν ανάλογα με την φερεγγυότητα των δανειοληπτών τα στεγαστικά δάνεια προς τιτλοποίηση. Στη συνέχεια δημιουργούσαν χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία διέθεταν στις χρηματιστηριακές αγορές ανά τον κόσμο. Τα προϊόντα αυτά έφεραν ως εγγύηση (collateral) το ακίνητο για το οποίο είχε ληφθεί το στεγαστικό δάνειο. Τα τοκομερίδια προς τους επενδυτές προερχόταν από την εξυπηρέτηση των δανείων

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

από τους δανειολήπτες. Η αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων από τους δανειολήπτες σήμαινε τη μείωση των τοκομεριδίων των τίτλων αυτών συνεπώς και της αξίας τους. Δεδομένου αυτού αν κάποιο συνταξιοδοτικό, ασφαλιστικό, επενδυτικό ταμείο ή τράπεζα ανά τον κόσμο είχε «επενδύσει» σε τέτοιου είδους προϊόντα θα βρισκόταν με πρόβλημα στον ισολογισμό του, όταν η αξία τους έπεφτε. Γεγονός το οποίο συνέβη όταν διαπιστώθηκε ότι τελικά η πιστοληπτική αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων αυτών ήταν πολύ χαμηλή (junk).

Σύμφωνα με τον Crouhy (2008), οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, από 160 δισεκατομμύρια δολάρια το 2001, σχεδόν τετραπλασιάστηκαν φτάνοντας 600 δισ. δολάρια το 2006. Η αναλογία δε των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων ως ποσοστό του συνόλου ανήλθε από 7,2% το 2001, σε 20,6% το 2006!

Οι τιτλοποιήσεις των στεγαστικών δανείων δεν ήταν μόνο επικίνδυνοι γιατί οι τίτλοι αυτοί βρέθηκαν σε πολλά μέρη ανά τον κόσμο, αλλά και γιατί πωλώντας τους οι τράπεζες αύξαναν τη ρευστότητά τους, γεγονός που τους επέτρεπε να χορηγούν νέα στεγαστικά δάνεια, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζήτηση για ακίνητα και διογκώνεται η «φούσκα» των ακινήτων.

Ένα αρνητικό σοκ στην οικονομία ήταν αρκετό για να προκαλέσει πρόβλημα ρευστότητας στα νοικοκυριά. Πράγματι, η σταθεροποίηση αρχικά και η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων αποτέλεσε το ορόσημο της έναρξης της κρίσης. Τα νοικοκυριά που δεν μπορούσαν να εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους προέβησαν σε εσπευσμένες πωλήσεις (firesales) οι οποίες συμπίεσαν περισσότερο τις τιμές των ακινήτων, οι τράπεζες περιόρισαν τις πιστώσεις (credit crunch) και η όλη διαδικασία της «φούσκας» διακόπηκε απότομα στα μέσα του 2007 με τις αρνητικές συνέπειες πλέον να διαχέονται σε παγκόσμια κλίμακα.

Τα βαθύτερα αίτια της κρίσης θα μπορούσαν να συνοψισθούν στα παρακάτω:

A) Η εγγενής αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ήδη από τη δεκαετία του '30 ο Κέυνς είχε αναδείξει το θέμα της εγγενούς αστάθειας που επικρατεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές (Bibow, 2020). Η ανάλυση του Κέυνς αναδεικνυε τις ανησυχίες του ως προς την σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και των χρηματιστηριακών αγορών ειδικά υπό την πίεση αντιπληθωριστικών πιέσεων. Στο έργο αυτό του Κέυνς στηρίχτηκε μετέπειτα ο Hyman Minsky, οποίος με σειρά άρθρων του ανέδειξε το ίδιο θέμα, την αστάθεια δηλαδή των χρηματοπιστωτικών αγορών¹. Σύμφωνα με τον Minsky ο καπιταλισμός και κατ' επέκταση οι χρηματοπιστωτικές αγορές χαρακτηρίζονται από τρεις μορφές μόχλευσης. Στην πρώτη οι δανειολήπτες μπορούν να εξυπηρετούν τόσο τα χρεολύσια, όσο και τους τόκους των δανείων τους. Στη δεύτερη μπορούν να εξυπηρετούν μόνο τους τόκους. Στην τρίτη, και πιο επικίνδυνη για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι δανειολήπτες δεν μπορούν να εξυπηρετούν ούτε τα χρεολύσια, ούτε τους τόκους των δανείων. Αυτή η περίπτωση έχει χαρακτηριστεί ως περίπτωση Ponzi. Παραταύτα, η κατάσταση μπορεί να συντηρείται από νέα κεφάλαια που προκύπτουν από νέα δάνεια με τα οποία εξυπηρετούν τα παλαιότερα.

Η περίπτωση Ponzi μπορεί κάλλιστα να χαρακτηρίσει την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008. Οι δανειολήπτες εξυπηρετούσαν τα δάνεια τους με τις αναχρηματοδοτήσεις που έπαιρναν από τις τράπεζες λόγω της αύξησης των τιμών των ακινήτων τους συνεπώς και των εξασφαλίσεων που είχαν τα υφιστάμενα δάνεια. Ωστόσο, είναι φανερό ότι η κατάσταση αυτή δεν μπορεί να διαιωνίζεται. Αρκεί μία αρνητική οικονομική συγκυρία για να εκδηλωθεί η κρίση. Συνεπώς, η αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών από μόνη της είναι ικανή να δημιουργήσει μία βαθιά κρίση όπως αυτή του 2008.

¹ Βλ. ενδεικτικά Minsky (1977).

B) Η απορρύθμιση του τραπεζικού συστήματος και το σκιώδες τραπεζικό καθεστώς (shadow banking system).

Τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης του 2008 είχε συντελεστεί μεγάλη απορρύθμιση του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Πολλοί περιορισμοί που είχαν επιβληθεί στο παρελθόν και είχαν διατηρηθεί για δεκαετίες άρθηκαν τα χρόνια πριν την κρίση. Ίσως η πιο χαρακτηριστική ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος που καταργήθηκε ήταν ο νόμος Glass-Steagall (Crawford, 2011). Ο συγκεκριμένος νόμος είχε θεσπισθεί το 1933, λίγα χρόνια μετά το κραχ του 1929, όταν μία στις πέντε τράπεζες στις ΗΠΑ είχαν χρεοκοπήσει. Η εμπλοκή των εμπορικών τραπεζών σε επικίνδυνα επενδυτικά παίγνια θεωρήθηκε υπεύθυνος για την μεγάλη τραπεζική κρίση το 1929. Έτσι νόμος Glass-Steagall διέκρινε αυστηρά τις επενδυτικές από τις αμιγώς τραπεζικές εργασίες. Έτσι κάθε τραπεζικός οργανισμός στις ΗΠΑ θα έπρεπε να επιλέγει αν θα ήταν επενδυτική ή εμπορική τράπεζα. Ο νόμος απέτρεπε τις εμπορικές τράπεζες να εμπλέκονται σε επικίνδυνες επενδυτικές τοποθετήσεις που θα έθεταν σε κίνδυνο τη λειτουργία της τράπεζας συνεπώς και τις καταθέσεις των αποταμιευτών. Επιπλέον ο νόμος απέτρεπε τη δημιουργία τεράστιων οργανισμών οι οποίοι θα ήταν πολύ μεγάλοι για να πτωχεύσουν (too big to fail). Ο νόμος Glass-Steagall τελικά μετά από την πίεση των τραπεζικών λόμπι καταργήθηκε το 1999 γεγονός που υποδαύλισε τις συνθήκες κρίσης στις ΗΠΑ.

Η σχεδόν τυφλή εμπιστοσύνη στις «ελεύθερες» αγορές που επικράτησε στα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης οδήγησε σε γενικότερη χαλάρωση του θεσμικού και εποπτικού πλαισίου του αμερικανικού τραπεζικού συστήματος. Η χαλάρωση αυτή οδήγησε τόσο σε επικίνδυνες επενδυτικές τοποθετήσεις των τραπεζών και των πελατών τους όσο και στην χαλαρή επίβλεψη των χορηγήσεων δανείων, συντελώντας στην επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Στο πλαίσιο αυτό της απορρύθμισης και της χαλαρής εποπτείας, δημιουργήθηκε στις ΗΠΑ το λεγόμενο σκιώδες τραπεζικό σύστημα (Helleiner, 2011). Αυτό περιλάμβανε

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

κυρίως τα τραπεζικά προϊόντα τα οποία βρίσκονταν εκτός ισολογισμού των τραπεζών, όπως οι εγγυημένες δανειακές υποχρεώσεις (Collateralized Debt Obligations, CDOs). Τα προϊόντα αυτά τα έφτιαχναν οι τράπεζες μέσω ειδικών επενδυτικών οχημάτων (SPVs) και αφορούσαν τιτλοποιημένα δάνεια. Όπως προαναφέρθηκε, επειδή αυτοί οι τίτλοι ήταν εκτός ισολογισμού των τραπεζών, παράλληλα με το κανονικό τραπεζικό σύστημα δημιουργήθηκε ένα τεράστιο σκιάδες τραπεζικό σύστημα με μη καταγεγραμμένα περιουσιακά στοιχεία. Η εκδήλωση της κρίσης, η μείωση των τιμών των ακινήτων, η αδυναμία εξυπηρέτησης των δανείων εκμηδένισε ουσιαστικά την αξία των προϊόντων αυτών, δημιουργώντας τεράστιες ζημιές στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αυξάνοντας σημαντικά τον συστημικό κίνδυνο.

γ) Το σύστημα αμοιβών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η απληστία.

Σύμφωνα με τον Stiglitz (2008) οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι χαρακτηρίζονται από τα κίνητρα των κερδών και του συστήματος αμοιβών. Ειδικά όσον αφορά στα bonus των τραπεζικών στελεχών αυτά συνδέονται αποκλειστικά με τα βραχυπρόθεσμα κέρδη. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό τους είναι πώς ενώ στις καλές οικονομικές περιόδους μεγαλώνουν στις κακές δεν γίνονται αρνητικά. Έτσι ενθαρρύνονται σχετικά ριψοκίνδυνες πρακτικές-στρατηγικές ειδικά όσον αφορά στα τραπεζικά ιδρύματα. Ένα τραπεζικό στέλεχος μπορεί να χορηγήσει ένα δάνειο σήμερα, να πετύχει κάποιον στόχο, να εισπράξει το bonus που του αναλογεί, ενώ οι όποιες αρνητικές συνέπειες θα εμφανιστούν αργότερα. Όταν εμφανιστούν δεν θα ζητήσει κανείς το bonus πίσω.

Η σύνδεση των αμοιβών με την επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ώθησε τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες στις ΗΠΑ σε χρηματοδοτήσεις και κερδοσκοπικές τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου που με αποτέλεσμα την περαιτέρω αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Τα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών (CEO) επικεντρώνονταν στις μετοχικές

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

αποδόσεις, οι οποίες θα τους εξασφάλιζαν υψηλά bonus, έστω και αν τα κριτήρια χορήγησης των δανείων ήταν πολύ χαλαρά (Kotz, 2009). Ειδικά μετά το 2000 στο «στόχαστρο» των τραπεζών μπήκαν νοικοκυριά μεσαίου ή και χαμηλού εισοδήματος τα οποία ήταν ελκυστικοί πελάτες για τη χορήγηση στεγαστικών δανείων τα οποία θα προσέφεραν υψηλά κέρδη στις τράπεζες.

Τα στεγαστικά αυτά δάνεια ήταν σχεδιασμένα έτσι ώστε και νοικοκυριά χωρίς υψηλά ή και σταθερά εισοδήματα να μπορούν να λαμβάνουν αυτά δάνεια². Για παράδειγμα ένα δάνειο 25ετίας είχε τη μορφή 2/23, 3/22, 5/20 κοκ. Αυτό σήμαινε ότι ο δανειολήπτης για δύο, τρία ή πέντε χρόνια θα πλήρωνε μόνο τόκους χωρίς να καταβάλει χρεολύσια. Συνεπώς θα μπορούσε να εξυπηρετεί το δάνειο ακόμα και αν το εισόδημα του ήταν μικρό. Μετά την πάροδο της περιόδου χάριτος οπότε η μηνιαία δόση θα αυξανόταν σημαντικά η πρακτική ήταν ο δανειολήπτης να καταφεύγει πάλι στην τράπεζα και να ζητάει επιπλέον χρηματοδότηση στηριζόμενος στην υψηλότερη αξία του ακινήτου. Με τα χρήματα αυτά εξυπηρετούσε τόκους και χρεολύσια. Είναι εμφανές όμως ότι μία τέτοια κατάσταση δεν μπορεί να συντηρηθεί επί μακρόν. Παραταύτα τα τραπεζικά ανώτατα στελέχη εισέπρατταν τις αμοιβές τους κανονικά, διότι περισσότερα στεγαστικά δάνεια συνεπάγονται περισσότερα κέρδη βραχυχρόνια.

² Αξίζει να αναφερθεί ότι τα δάνεια αυτά μεταξύ των τραπεζικών περιγράφονταν ως δάνεια NINJA, δηλαδή δάνεια που έπαιρναν νοικοκυριά χωρίς εισόδημα, εργασία και περιουσιακά στοιχεία! (No Income, No Job, No Assets).

3. Παγκόσμια οικονομική κρίση 2008: προειδοποίηση, επιπτώσεις και τρόποι αντιμετώπισης

3.1 Τα προεόρτια της κρίσης: Η ισχυρή πιστωτική επέκταση

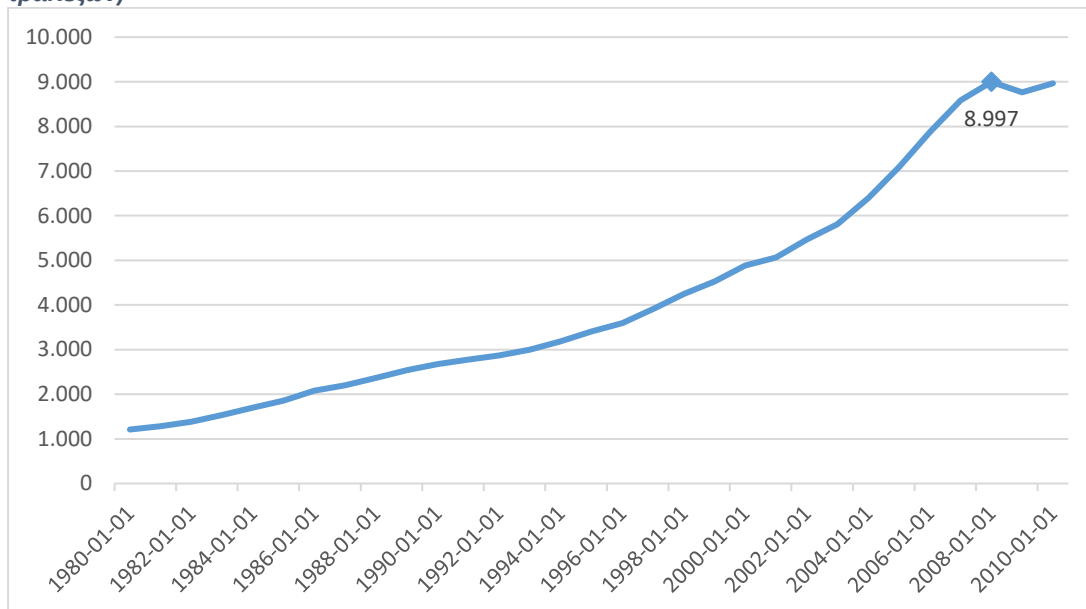
Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική/οικονομική κρίση του 2008 χαρακτηρίστηκε ως η μεγαλύτερη οικονομική κρίση από το κραχ του 1929 και την τότε μετέπειτα μεγάλη ύφεση που ακολούθησε τόσο στις ΗΠΑ όσο και στις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη την εποχή εκείνη. Όπως και το κραχ του 1929 είχε χαρακτηριστεί ως η μεγάλη ύφεση (great depression), κατά αντιστοιχία και η παγκόσμια κρίση του 2008 χαρακτηρίστηκε μεγάλη ύφεση (great recession) (Aiginger, 2010).

Η κρίση του 2008 ξεκίνησε από ένα μικρό σχετικά τομέα της οικονομίας των ΗΠΑ αυτών της στεγαστικής πίστης, η οποία όμως γρήγορα επεκτάθηκε σε ολόκληρη την οικονομία και αρχικά χαρακτηρίστηκε ως «κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης» η οποία όμως γρήγορα επεκτάθηκε σε πολλές χώρες μέσω διάφορων μηχανισμών μετάδοσης και κατέστη παγκόσμια.

Όπως υποδηλώνει ο χαρακτηρισμός «κρίση των στεγαστικών δανείων» την αφετηρία της κρίσης αποτέλεσε ο χρηματοπιστωτικός τομέας των ΗΠΑ. Ένα βασικό χαρακτηριστικό που προηγήθηκε της κρίσης ήταν η ισχυρή πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ. Η αξία του συνόλου των τραπεζικών δανείων ακολούθησε ισχυρή αύξηση τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης.

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη τραπεζικών πιστώσεων στις ΗΠΑ σε δισ. δολάρια (σύνολο εμπορικών τραπεζών)



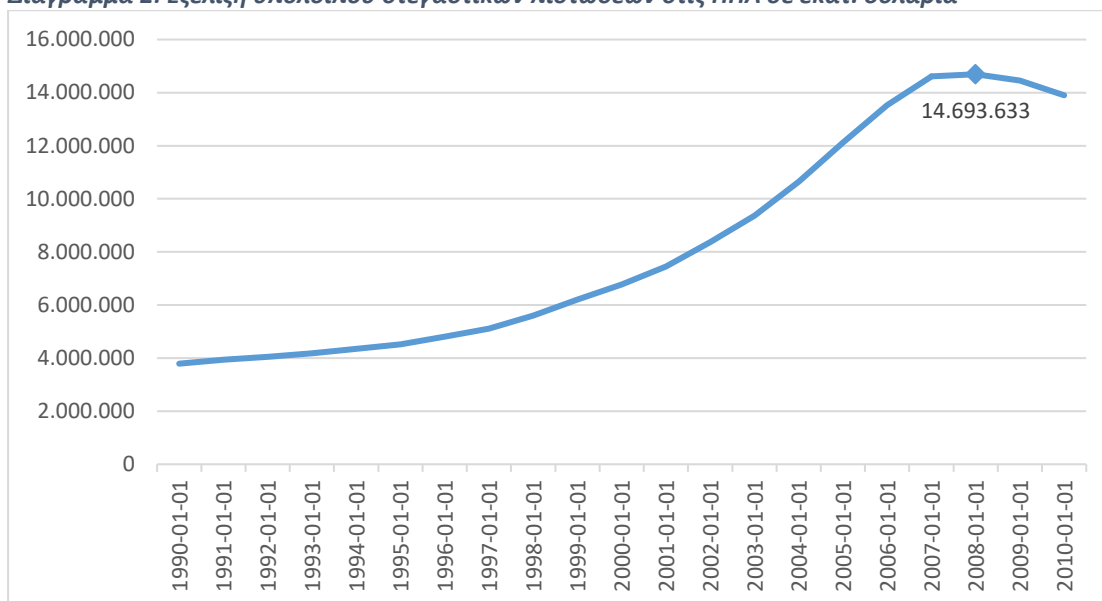
Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

Ειδικότερα, το 2008 οι νέες τραπεζικές πιστώσεις στις ΗΠΑ είχαν αγγίξει τα 9 τρισ. δολάρια, η οποία αποτέλεσε ιστορικά υψηλή αξία, μετά από μία συνεχή επέκταση που καταγράφηκε τις προηγούμενες, τουλάχιστον τρεις, δεκαετίες (Διάγραμμα 14).

Η εικόνα είναι πιο χαρακτηριστική όταν απομονωθεί η αγορά των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ. Και στη στεγαστική πίστη το 2008 καταγράφεται ιστορικά υψηλό σημείο με το σύνολο του ανεξόφλητου υπόλοιπου (debt outstanding) των στεγαστικών δανείων να αγγίζει τα 14,7 τρισ. δολάρια (Διάγραμμα 2).

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Διάγραμμα 2: Εξέλιξη υπολοίπου στεγαστικών πιστώσεων στις ΗΠΑ σε εκατ. δολάρια



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

Ενδεικτικό ως προς την ένταση της αύξησης είναι ότι την περίοδο 1990-2000 η αύξηση του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ ήταν 79%, ενώ την περίοδο 2000-2008 η αντίστοιχη αύξηση ξεπέρασε το 105%.

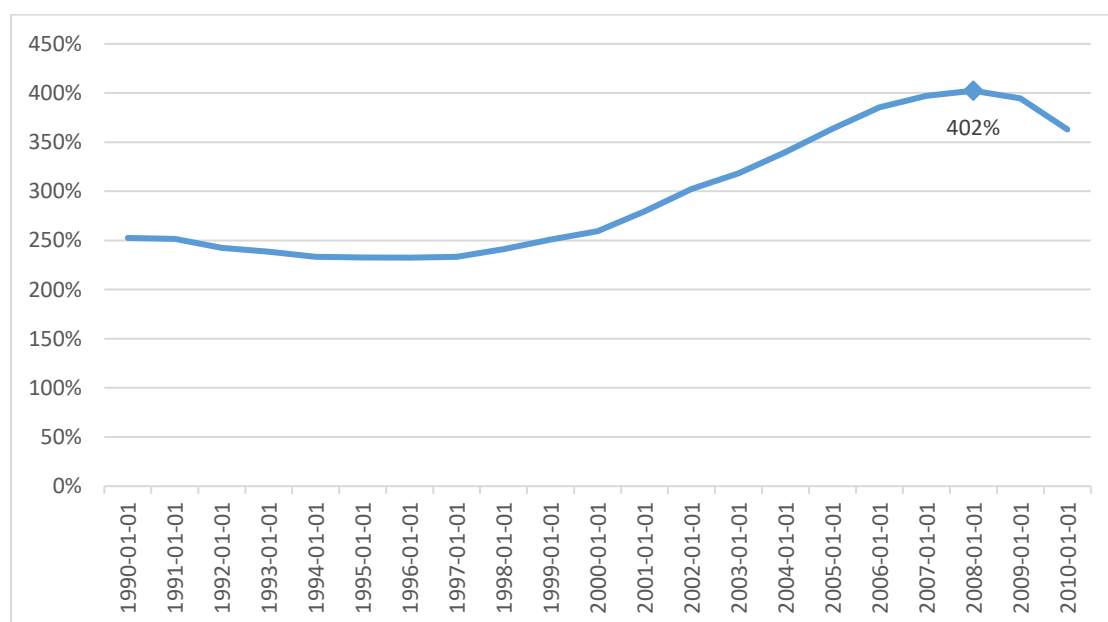
Η εικόνα της κατάστασης στην αγορά των στεγαστικών δανείων γίνεται ακόμα πιο χαρακτηριστική όταν υπολογίσουμε τη σχέση μεταξύ του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ ως ποσοστό του ΑΕΠ (

Διάγραμμα 3). Το 2008 καταγράφεται το εντυπωσιακό 402% του ΑΕΠ ή με άλλα λόγια το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ ήταν πάνω από τέσσερις φορές το ΑΕΠ της χώρας σε τρέχουσες τιμές! Το αντίστοιχο ποσοστό οκτώ χρόνια πριν, το 2000

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

δηλαδή έφτανε μόλις το 259%. Μέσα σε οκτώ χρόνια η αύξηση ήταν 143 ποσοστιαίες μονάδες!

Διάγραμμα 3: Υπόλοιπο στεγαστικών πιστώσεων στις ΗΠΑ ως ποσοστό του ΑΕΠ



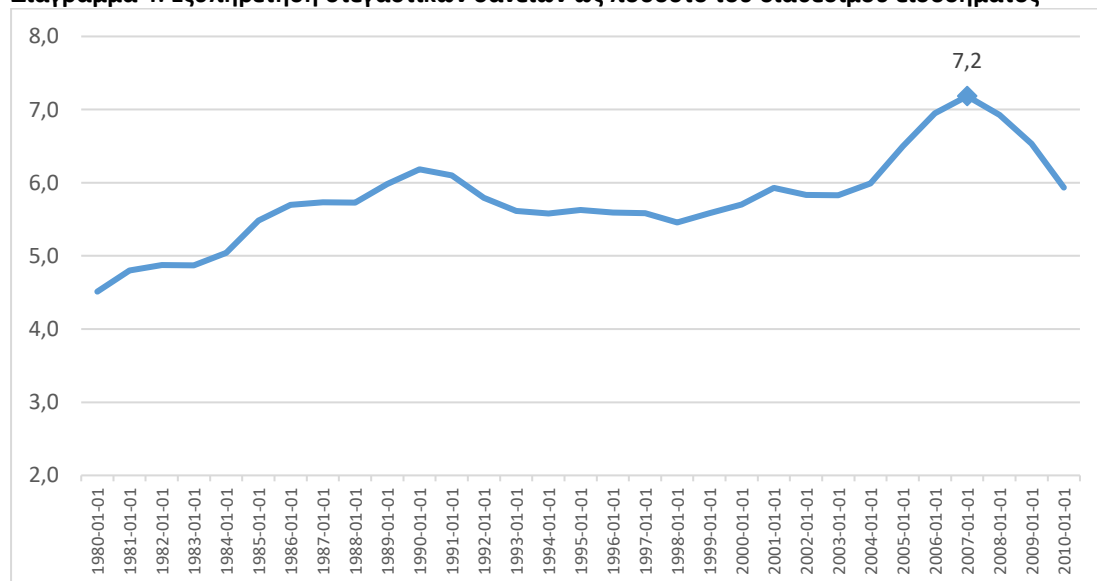
Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis και υπολογισμοί δικοί μας

Από τα παραπάνω φαίνεται πρόδηλο ότι η τραπεζική αγορά στις ΗΠΑ και ειδικά αυτή των στεγαστικών δανείων βρισκόταν σε φάση «υπερθέρμανσης». Ένα ακόμα χαρακτηριστικό είναι ενδεικτικό της υπερθέρμανσης της συγκεκριμένης αγοράς και πιθανώς τη διαμόρφωση μιας πιθανής προβληματικής κατάστασης. Το έτος 2007 σε ιστορικό υψηλό βρισκόταν και το ποσό εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος. Όπως φαίνεται στο **Διάγραμμα 4** το 7,2% του

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών στις ΗΠΑ κατευθυνόταν στην εξυπηρέτηση στεγαστικών δανείων. Το αντίστοιχο ποσοστό το 2000 ήταν 5,7%.

Διάγραμμα 4: Εξυπηρέτηση στεγαστικών δανείων ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος



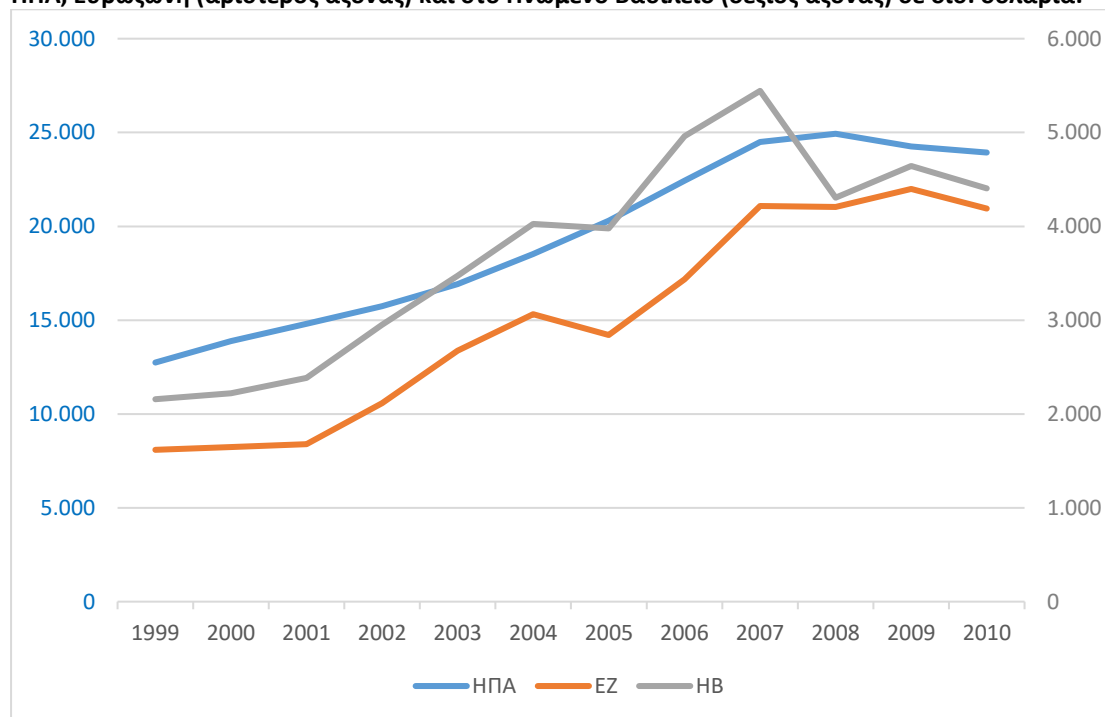
Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

Η ισχυρή πιστωτική επέκταση τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης του 2008 δεν ήταν αποκλειστικά ένα χαρακτηριστικό της οικονομίας των ΗΠΑ. Αντίστοιχη ήταν η εικόνα στην Ευρώπη. Το **Διάγραμμα 5** παρουσιάζει την εξέλιξη των πιστώσεων στον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα της οικονομίας των ΗΠΑ, των οικονομιών της ευρωζώνης και της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου, την περίοδο 1999-2010. Είναι εμφανής η ισχυρή ανοδική τάση και στις τρεις περιπτώσεις, η οποία ανακόπτεται την περίοδο της κρίσης. Ειδικότερα, καταγράφονται ιστορικά υψηλά

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

στις συνολικές πιστώσεις στον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα στις ΗΠΑ το 2008 (24,9 τρισεκατομμύρια δολάρια), στην ευρωζώνη το 2009 (21,9 τρισεκατομμύρια δολάρια) και στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2007 (5,4 τρισεκατομμύρια δολάρια).

Διάγραμμα 5: Συνολικές πιστώσεις στον ιδιωτικό μη χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας στις ΗΠΑ, Ευρωζώνη (αριστερός άξονας) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (δεξιός άξονας) σε δισ. δολάρια.

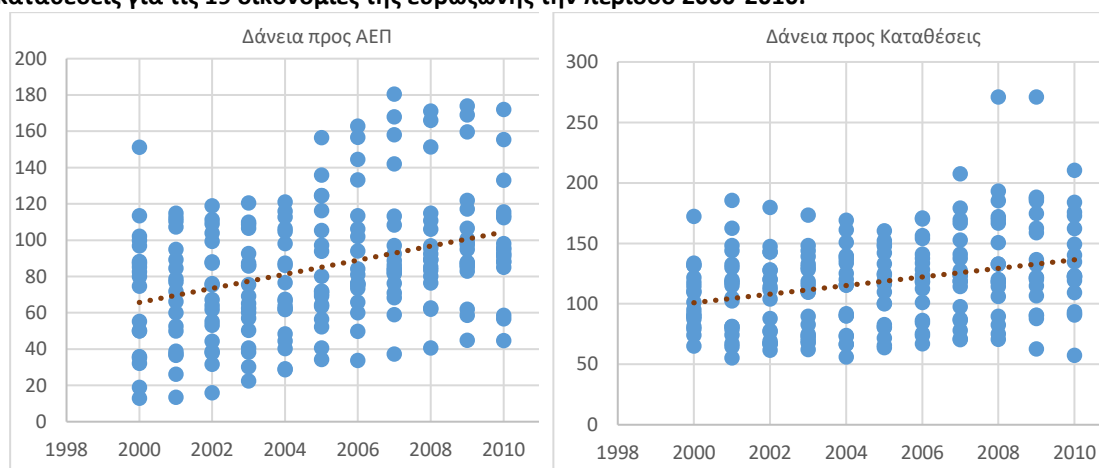


Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Ειδικά για τις χώρες της ευρωζώνης δύο επιπλέον δείκτες αναδεικνύουν την ισχυρή αυξητική τάση των πιστώσεων τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης. Οι δείκτες είναι το σύνολο των πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ και το σύνολο των πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα προς τις συνολικές καταθέσεις. Στα διαγράμματα διασποράς που ακολουθούν καταγράφεται αυτή η αυξητική τάση και για τους δύο δείκτες την περίοδο 2000-2010 (Διάγραμμα 6).

Διάγραμμα 6: Σύνολο πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ και σύνολο πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα προς τις συνολικές καταθέσεις για τις 19 οικονομίες της ευρωζώνης την περίοδο 2000-2010.

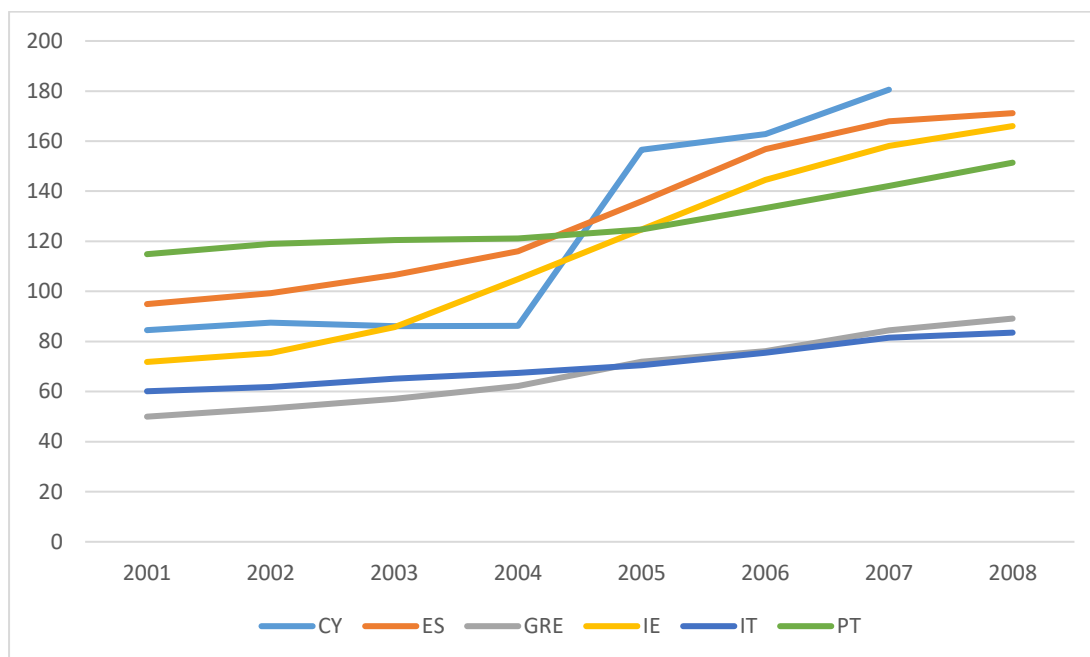


Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis και υπολογισμοί δικοί μας

Αν εστιάσουμε την ανάλυσή μας σε συγκεκριμένες οικονομίες της ευρωζώνης οι οποίες μετά την κρίση του 2008 βρέθηκαν σε δύσκολη θέση και στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους του 2010 η εικόνα είναι πιο έντονη.

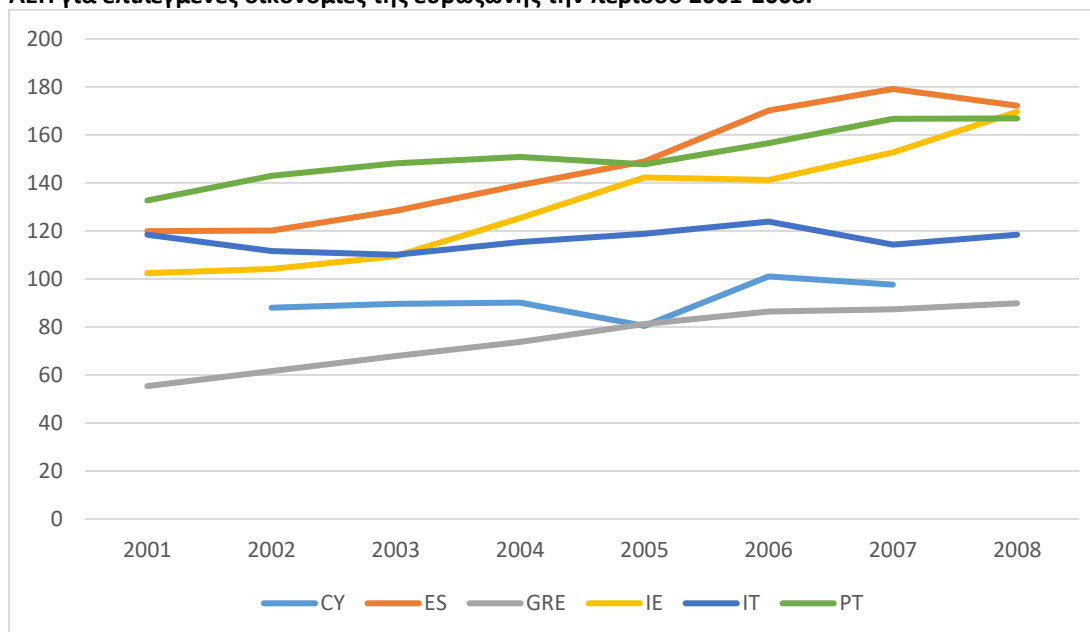
Διάγραμμα 7: Σύνολο πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ για επιλεγμένες οικονομίες της ευρωζώνης την περίοδο 2001-2008.

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis και υπολογισμοί δικοί μας

Διάγραμμα 8: Σύνολο πιστώσεων προς τον μη χρηματοοικονομικό ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ για επιλεγμένες οικονομίες της ευρωζώνης την περίοδο 2001-2008.



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis και υπολογισμοί δικοί μας

Σε όλες τις περιπτώσεις οι πιστώσεις τόσο ως προς το ΑΕΠ όσο και ως προς τις καταθέσεις αυξάνονται σημαντικά τα χρόνια πριν την κρίση. Οι οικονομίες αυτές

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης χρέους της Ευρώπης η οποία εκδηλώθηκε μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 και μάλιστα οι τέσσερις εξ αυτών (Κύπρος, Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία) βρέθηκαν σε προγράμματα οικονομικής προσαρμογής.

Συμπερασματικά, της κρίσης του 2008 προηγήθηκε μία σημαντική πιστωτική επέκταση τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη και σημαντική αύξηση της συμμετοχής του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική δραστηριότητα. Η εξέλιξη αυτή από μόνη της δεν υποδηλώνει απαραίτητα ότι μία οικονομική κρίση προ των πυλών. Ωστόσο, η σημαντική πιστωτική επέκταση μπορεί να πραγματοποιείται χωρίς να πληρούνται πάντα αυστηρά κριτήρια πιστοληπτικής αξιολόγησης. Σε μία τέτοια περίπτωση οι οικονομίες καθίστανται πιο ευάλωτες σε συνθήκες αναταραχής στις χρηματιστηριακές αγορές, αυξημένης αβεβαιότητας και επιδείνωσης της οικονομικής δραστηριότητας εν γένει. Από την ανάλυσή μας φαίνεται ότι στην περίπτωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008, η αύξηση των δανείων στις διάφορες οικονομίες πιθανώς να υποδαύλιζε σε ένα βαθμό την κρίση.

3.2 Επιπτώσεις της κρίσης

3.2.1 ΑΕΠ

Οι επιπτώσεις της κρίσης ήταν πολύ μεγάλες, τόσο για την πραγματική σφαίρα της οικονομίας όσο και για τη χρηματοπιστωτική σφαίρα. Επίσης, δεν περιορίστηκαν στις ΗΠΑ, αλλά σύντομα εξαπλώθηκαν σε πολλές οικονομίες ανά τον κόσμο, για αυτό εξάλλου χαρακτηρίστηκε ως παγκόσμια οικονομική κρίση.

Πίνακας 1: Ετήσια μεταβολή πραγματικού ΑΕΠ σε επιλεγμένες οικονομίες

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------|------|------|------|
| ΗΠΑ | 2,0 | 0,1 | -2,6 |
| ΕΖ | 3,0 | 0,4 | -4,5 |
| Ιαπωνία | 1,5 | -1,2 | -5,7 |
| ΗΒ | 2,6 | -0,2 | -4,5 |
| Ελβετία | 3,9 | 2,8 | -2,3 |

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

| | | | |
|----------|-----|------|------|
| Σουηδία | 3,4 | -0,5 | -4,3 |
| Ισλανδία | 8,5 | 2,2 | -7,7 |
| Καναδάς | 2,1 | 1,0 | -2,9 |
| Ρωσία | 8,5 | 5,2 | -7,8 |
| Μεξικό | 2,3 | 1,1 | -5,3 |

Πηγή: OECD statistics

Η οικονομία των ΗΠΑ, από όπου ξεκίνησε η κρίση, κατέγραψε ουσιαστικά στασιμότητα το 2008 με οριακή αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,1%, ενώ τα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν πιο έντονα ένα χρόνο μετά, όπου η οικονομία συρρικνώθηκε κατά 2,6%.

Η οικονομία της ευρωζώνης χτυπήθηκε πιο έντονα από την κρίση, αφού συρρικνώθηκε η οικονομία της κατά 4,5% το 2009. Από τις ευρωπαϊκές οικονομίες εκτός ευρωζώνης αντίστοιχη πτώση κατέγραψε το Ηνωμένο Βασίλειο (4,5%) και η Σουηδία (4,3%) το 2009, ενώ για αυτές τα σημάδια της ύφεσης είχαν εμφανιστεί ένα χρόνο νωρίτερα, το 2008, όπου είχε καταγραφεί πτώση του ΑΕΠ σε σχέση με το 2007 κατά 0,2% και 0,5% αντίστοιχα. Η αρνητική επίδραση στις ευρωπαϊκές οικονομίες είχε να κάνει με την μετάδοση της κρίσης από τις ΗΠΑ (common shock), αλλά και λόγω των μακροοικονομικών αδυναμιών που προϋπήρχαν (Carrasco και Ferreiro, 2016). Παράλληλα οι αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ευρωπαϊκές χώρες συνέβαλαν και αυτές με τη σειρά τους στη βαθιά ύφεση του 2009. Τέλος η αργή και περιορισμένη –ειδικά σε σχέση με τις ΗΠΑ- επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική συντέλεσαν στο να είναι η ύφεση στην ευρωζώνη σχεδόν διπλάσια απ’ ότι στις ΗΠΑ το 2009 (Wyplosz, 2010).

Η Ισλανδία από μόνη της μπορεί να χαρακτηριστεί ως μία ειδική περίπτωση. Για κάποιους μελετητές θεωρείται ως η πρώτη οικονομία που χτυπήθηκε από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008. Παρά τις μακροοικονομικές ανισορροπίες που όντως υπήρχαν στην Ισλανδία πριν την κρίση (υψηλός πληθωρισμός, πραγματική ανατίμηση του νομίσματος κ.α.) το γεγονός που προκάλεσε την τόσο βαθιά ύφεση στην Ισλανδία ήταν η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος (Matthiasson, 2008).

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Η κρίση στη συνέχεια μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία όπου προκάλεσε χρεοκοπίες μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, πολλές απολύσεις συνεπώς αύξηση της ανεργίας, αλλά και μετανάστευση για σχεδόν το 1/3 του πληθυσμού της χώρας (Danielsson, 2008). Η κατάσταση αυτή ερμηνεύει την μεγάλη πτώση του ΑΕΠ το 2009 κατά 7,7% (Πίνακας 1)³.

Όπως προαναφέρθηκε, η κρίση δεν μεταδόθηκε μόνο στις ευρωπαϊκές οικονομίες, αλλά εξαπλώθηκε και προκάλεσε ύφεση σε πολλές οικονομίες του πλανήτη. Ενδεικτικά, χώρες όπως η Ρωσία, ο Καναδάς και το Μεξικό βυθίστηκαν σε ύφεση το 2009 της τάξης του 7,8%, 2,9% και 5,3%, αντίστοιχα. Ενδιαφέρον έχει επίσης και η περίπτωση της Ιαπωνικής οικονομίας, η οποία τη διετία 2008-2009 απώλεσε σωρευτικά άνω του 6,9% του ΑΕΠ. Η ιαπωνική οικονομία επλήγη σημαντικά από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, διότι η στασιμότητα και η ύφεση που υπήρξε στις αναπτυγμένες οικονομίες του πλανήτη, έπληξε σφόδρα τις Ιαπωνικές εξαγωγές. Η μειωμένη ζήτηση στον αναπτυσσόμενο κόσμο περιόρισε τις εισαγωγές από την Ιαπωνία αυτοκινήτων, πληροφοριακών συστημάτων, και μηχανημάτων. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την επιδείνωση του οικονομικού κλίματος εντός της Ιαπωνίας οδήγησε στη βαθιά ύφεση της διετίας 2008-9 [(Kawai and Takagi (2009), Sommer (2009))].

3.2.2 Απασχόληση

Είναι αναμενόμενο ότι η συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας που μεταφράζεται σε ύφεση και πτώση του ΑΕΠ θα έχει αρνητική επίδραση στην απασχόληση. Μία από τις σημαντικότερες αρνητικές επιδράσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008 ήταν η αύξηση της ανεργίας σε πολλές οικονομίες παγκοσμίως. Το πρόβλημα της ανεργίας που προκάλεσε η κρίση γίνεται πιο επώδυνο,

³ Το πλήγμα για την ισλανδική οικονομία ήταν τόσο ισχυρό με αποτέλεσμα και το 2010 να αποτελέσει έτος ύφεσης, με τη συρρίκνωση της οικονομίας να φτάνει στο 2,8%. Η ανάκαμψη ξεκίνησε δειλά το 2010 όταν το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,1%.

**«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»**

διότι η ανάκαμψη της απασχόλησης μετά τον έλεγχο της κρίσης γίνεται με αργούς ρυθμούς. Έτσι πολλές από τις πληγείσες οικονομίες κατέγραψαν για πολλά έτη μετά το 2008 σημαντικά υψηλότερη από το επίπεδο του 2007 (Πίνακας 2).

Πίνακας 2: Ποσοστό ανεργίας σε επιλεγμένες οικονομίες

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|
| ΗΠΑ | 4,7 | 5,8 | 9,4 | 9,8 | 9,1 | 8,2 |
| ΕΖ | 7,6 | 7,6 | 9,7 | 10,3 | 10,3 | 11,5 |
| Ιαπωνία | 4,1 | 4,2 | 5,3 | 5,3 | 4,8 | 4,6 |
| ΗΒ | 5,2 | 5,8 | 7,8 | 7,8 | 8,2 | 8,0 |
| Ελβετία | 3,7 | 3,4 | 4,2 | 4,9 | 4,5 | 4,6 |
| Σουηδία | 6,2 | 6,3 | 8,5 | 8,7 | 7,9 | 8,1 |
| Ισλανδία | 2,5 | 3,4 | 8,2 | 8,5 | 7,8 | 6,8 |
| Καναδάς | 6,1 | 6,3 | 8,5 | 8,2 | 7,6 | 7,4 |
| Ρωσία | 6,1 | 6,2 | 8,4 | 7,4 | 6,5 | 5,5 |
| Μεξικό | 3,8 | 4,0 | 5,6 | 5,5 | 5,4 | 5,1 |
| Οικονομίες ΟΟΣΑ | 6,0 | 6,3 | 8,5 | 8,7 | 8,3 | 8,3 |

Πηγή: OECD statistics

Στις ΗΠΑ, απ' όπου ξεκίνησε η κρίση, η ανεργία από 4,7% το 2007, σκαρφάλωσε στο 9,4% το 2009 και παρέμεινε πολύ υψηλά για άλλα δύο χρόνια, εμφανίζοντας σημάδια βελτίωσης μόλις το 2012 όπου αποκλιμακώθηκε στο 8,2%, ποσοστό όμως σχεδόν διπλάσιο από αυτό πριν την εκδήλωση της κρίσης.

Άλλες χώρες όπως για παράδειγμα η Ελβετία, η Ιαπωνία, η Ρωσία, το Μεξικό κατέγραψαν αύξηση της ανεργίας το 2009 σχετικά συγκρατημένη, και η οποία αποκλιμακώθηκε σχετικά σύντομα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι έστω και η σχετικά μικρή αύξηση της ανεργίας δεν αποτελεί ένα οικονομικό, αλλά κυρίως κοινωνικό πρόβλημα.

Άλλες οικονομίες επλήγησαν σφοδρότερα σε όρους απασχόλησης. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση των χωρών της ευρωζώνης στις οποίες κατά μέσο όρο η ανεργία αυξήθηκε το 2009 κατά 2,1 ποσοστιαίες μονάδες, από 7,6% σε 9,7%. Ωστόσο, τα επόμενα χρόνια δεν παρουσιάστηκε αποκλιμάκωση της ανεργίας. Τουναντίον, η παγκόσμια κρίση του 2008, πυροδότησε μετά από δύο χρόνια την Ευρωπαϊκή κρίσης

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

δημοσίου χρέους η οποία διήρκησε για τουλάχιστον τέσσερα ακόμα χρόνια. Ως αποτέλεσμα η ανεργία στην ευρωζώνη συνέχιζε να αυξάνει. Το 2012, τέσσερα χρόνια μετά την παγκόσμια κρίση του 2008, η ανεργία στην ευρωζώνη είχε ανέλθει στο 11,5%, αυξημένη κατά 3,9 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το 2007.

Η παγκόσμια διάσταση της κρίσης φαίνεται και από την εξέλιξη της ανεργίας στις χώρες μέλη του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), ενός οργανισμού που αριθμεί 38 κράτη-μέλη από όλες τις περιοχές του πλανήτη. Ο μέσος όρος της ανεργίας των κρατών-μελών του ΟΟΣΑ από 6% το 2007, αυξήθηκε στο 8,7% το 2010 και παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα ακόμα και δύο έτη μετά, οπότε διαμορφώθηκε στο 8,3%.

3.2.3 Χρηματοπιστωτικός τομέας / τράπεζες

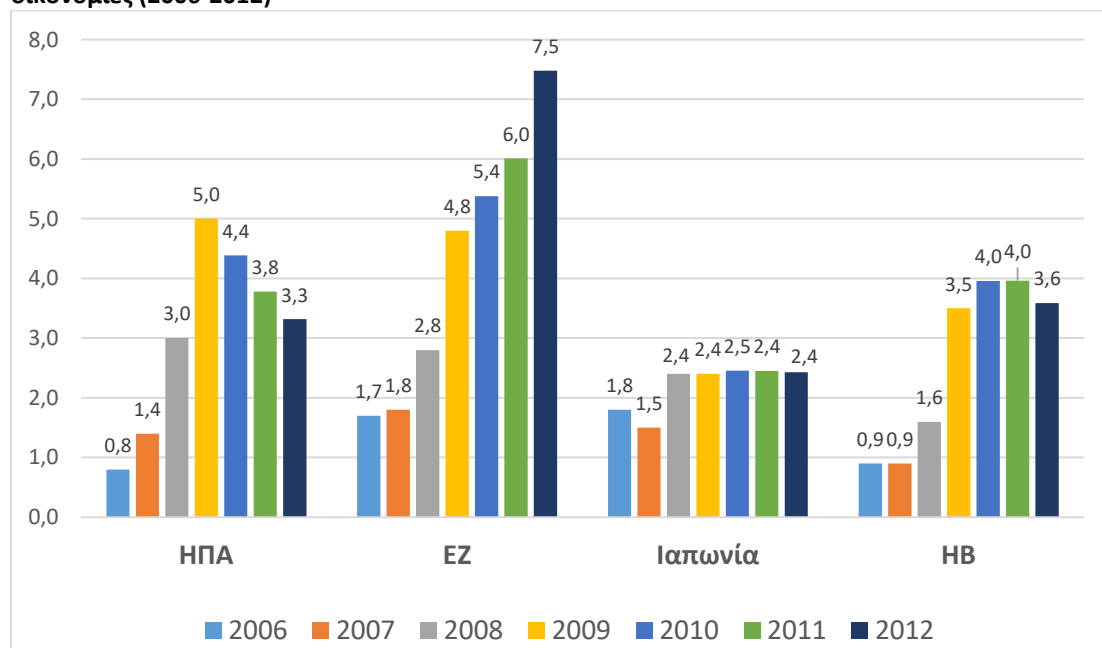
Όπως έχει προαναφερθεί, την αφετηρία της κρίσης αποτέλεσε ο χρηματοπιστωτικός τομέας των ΗΠΑ. Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στις υπόλοιπες πληγείσες οικονομίες του πλανήτη η κρίση γρήγορα πέρασε στην πραγματική οικονομία. Ένα χαρακτηριστικό όμως των σύγχρονων κρίσεων, και ειδικά της κρίσης που μελετάμε, είναι η ευκολία και η ταχύτητα να περνάει από τη σφαίρα του χρήματος, στη σφαίρα της πραγματικής οικονομίας και το αντίθετο, οδηγώντας σε ένα αρνητικό φαύλο κύκλο. Με την παραδοχή ότι η κρίση ξεκίνησε από τη χρηματοπιστωτική σφαίρα και επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία, ένα χαρακτηριστικό της είναι ότι επέστρεψε στο χρηματοπιστωτικό τομέα, επιδεινώνοντας την κατάστασή του. Δηλαδή, η πτώση του ΑΕΠ και η αύξηση της ανεργίας προκάλεσε δυσκολίες αλλά ακόμα και πλήρη αδυναμία σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά να εξυπηρετούν τα δάνεια τους. Συνέπεια αυτού, μεταξύ άλλων, ήταν να αυξηθούν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των τραπεζών, το οποίο αποτελεί σοβαρό πρόβλημα για την οικονομία, το οποίο συνήθως

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

εκδηλώνεται αρχικά με πάγωμα των πιστώσεων (credit crunch) προς τον ιδιωτικό τομέα.

Πράγματι, η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 επιβάρυνε τον χρηματοπιστωτικό τομέα των πληγεισών χωρών προκαλώντας, συχνά σημαντική, αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) (Διάγραμμα 9).

Διάγραμμα 9: Σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων ως ποσοστό του συνόλου σε επιλεγμένες οικονομίες (2006-2012)



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Στις ΗΠΑ το ποσοστό των ΜΕΔ το 2009 αυξήθηκε πάνω από έξι φορές σε σχέση με αυτό του 2006 και διαμορφώθηκε στο 5%. Μεγάλη ήταν και η αύξηση στο Ηνωμένο βασίλειο όπου από 0,9% το 2006 τα ΜΕΔ αυξήθηκαν σε 3,5% το 2009 και σε 4% τα επόμενα δύο έτη. Στην Ιαπωνία η κατάσταση ήταν πιο ελεγχόμενη αφού τα ΜΕΔ το 2009 σε σχέση με το 2006 αυξήθηκαν κατά μόλις 0,6 ποσοστιαίες μονάδες και παρέμειναν σε σχετικά χαμηλό επίπεδο περί το 2,5% επί του συνόλου των δανείων.

Η ευρωζώνη επλήγη πιο πολύ από τις άλλες οικονομίες με το ποσοστό των δανείων να σκαρφαλώνει από το 1,7% το 2006 στο 4,8% το 2009 και στο 7,5% το 2012. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν απόρροια της συνεχιζόμενης κρίσης στην ευρωζώνη για τουλάχιστον έξι χρόνια μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008. Η συνεχιζόμενη επιδείνωση της πραγματικής οικονομίας της ευρωζώνης για πολλά χρόνια επέδρασε αρνητικά στο χρηματοπιστωτικό τομέα με αποτέλεσμα να διαιωνίζονται και τα προβλήματα στον τομέα αυτό.

3.3 Αντιμετώπιση

Για την αντιμετώπιση της κρίσης αξιοποιήθηκαν από τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες τα παραδοσιακά εργαλεία παρέμβασης του κράτους στην οικονομία: η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική. Ωστόσο τόσο το μέγεθος όσο και η ταχύτητα των παρεμβάσεων διέφεραν στις διάφορες οικονομίες. Στη μελέτη μας θα εστιάσουμε στην οικονομία των ΗΠΑ, στις οικονομίες της ΟΝΕ και στην οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου.

3.3.1 Δημοσιονομική Πολιτική

Μετά την εκδήλωση της κρίσης το εργαλείο της δημοσιονομικής πολιτικής χρησιμοποιήθηκε εκτεταμένα σε ΗΠΑ, ΟΝΕ και Ηνωμένο Βασίλειο (**Διάγραμμα 10**) και αφορούσε αύξηση δαπανών, μειώσεις φόρων και αύξηση μεταβιβαστικών πληρωμών στον ιδιωτικό τομέα. Πριν την εκδήλωση της κρίσης τα δημοσιονομικά

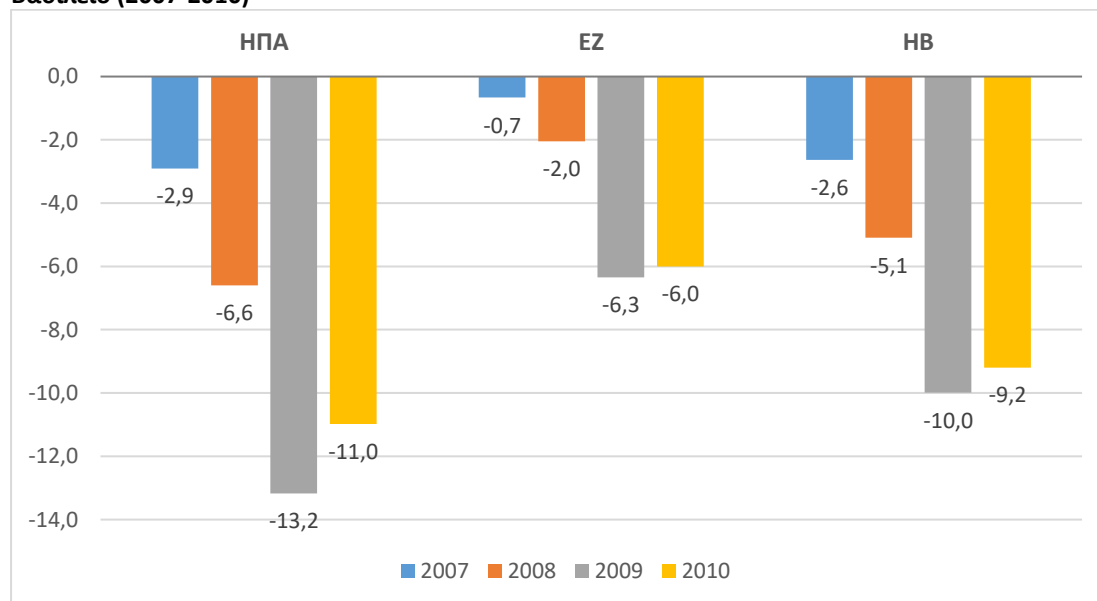
«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

ελλείμματα των υπό εξέταση οικονομιών ήταν σχετικά συγκρατημένα. Στις οικονομίες της ευρωζώνης το 2007 το έλλειμμα κατά μέσο όρο δεν ξεπερνούσε το 0,7% του ΑΕΠ. Στις ΗΠΑ και στο ΗΒ την ίδια χρονιά ήταν 2,9% του ΑΕΠ και 2,6% του ΑΕΠ, αντίστοιχα, σχετικά δηλαδή συγκρατημένο.

Μετά την εκδήλωση της κρίσης το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε και στις τρεις περιπτώσεις. Οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο ένωσαν πρώτα τις συνέπειες της κρίσης για αυτό το λόγο η αντίδραση των κυβερνήσεων τους ήταν πιο άμεση. Συνέπεια αυτού ήταν η σημαντική αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων τους τα οποία το 2008 διαμορφώθηκαν σε 6,6% του ΑΕΠ και 5,1% του ΑΕΠ, αντίστοιχα.

Επειδή οι συνέπειες της κρίσης ήταν παρατεταμένες και διήρκησαν τουλάχιστον δύο έτη η δημοσιονομική πολιτική σε ΗΠΑ και Ηνωμένο βασίλειο συνεχίστηκε να είναι ισχυρά επεκτατική. Το 2009 και το 2010 σωρευτικά τα ελλείμματα των ΗΠΑ και του ΗΒ ξεπέρασαν το 24% του ΑΕΠ και το 19% του ΑΕΠ, αντίστοιχα.

Διάγραμμα 10: Δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ για ΗΠΑ, ευρωζώνη και Ηνωμένο Βασίλειο (2007-2010)



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

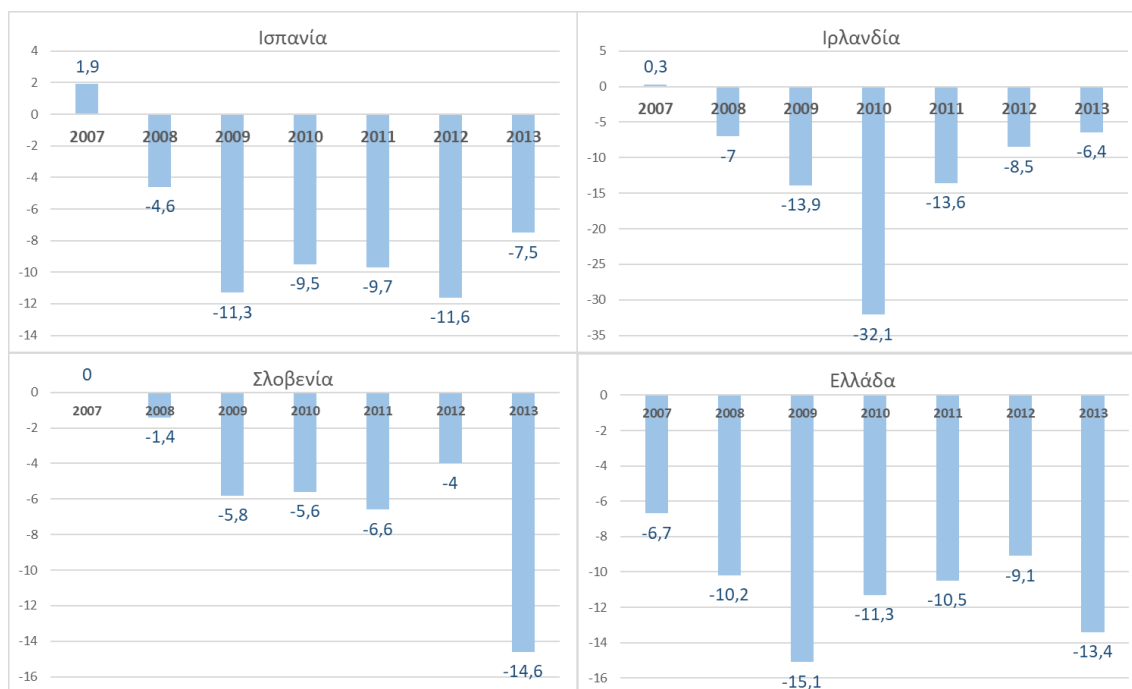
*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Στην Ευρώπη η δημοσιονομική αντίδραση για τον περιορισμό των συνεπειών της κρίσης αρχικά ήταν πιο περιορισμένη. Αυτό γιατί, αφενός οι συνέπειες της κρίσης στην Ευρώπη φάνηκαν αργότερα σε σχέση με τις ΗΠΑ και το ΗΒ και αφετέρου το σφιχτό δημοσιονομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της ΟΝΕ έθετε περιορισμούς στη δυνατότητα των κυβερνήσεων να αντιδράσουν γρήγορα, πριν ακόμα αρχίζουν να διαφαίνονται τα έντονα σημάδια της κρίσης. Έτσι το 2009 και το 2010 ο μέσος όρος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των οικονομιών της ευρωζώνης έφτασε το 6,3% του ΑΕΠ και το 6,0% του ΑΕΠ αντίστοιχα, σημαντικά χαμηλότερα από αυτά των ΗΠΑ και του ΗΒ.

Όπως προαναφέρθηκε, οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις πήραν την μορφή αύξησης δαπανών, φοροελαφρύνσεων και μεταβιβάσεων στον ιδιωτικό τομέα. Ειδικά ως προς το τελευταίο, μεγάλο μέρος των κυβερνητικών μεταβιβάσεων κατευθύνθηκαν για τη διάσωση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στο ΗΒ πολλές τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κρατικοποιήθηκαν. Εκτεταμένες διασώσεις τραπεζών έγιναν και σε χώρες της Ευρώπης ως απόρροια των προβλημάτων που δημιούργησε η κρίση του 2008 στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των ευρωπαϊκών χωρών. Οι πιο χαρακτηριστικές εξ αυτών ήταν της Ιρλανδίας, της Ισπανίας, της Ελλάδας και τις Σλοβενίας [(Alexandri and Janoschka, 2018), (Honohan, 2009), Stournaras (2019), Arnesen Leif (2014)].

Διάγραμμα 11: Δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ για Ισπανία, Ιρλανδία, Σλοβενία και Ελλάδα (2007-2013)

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»



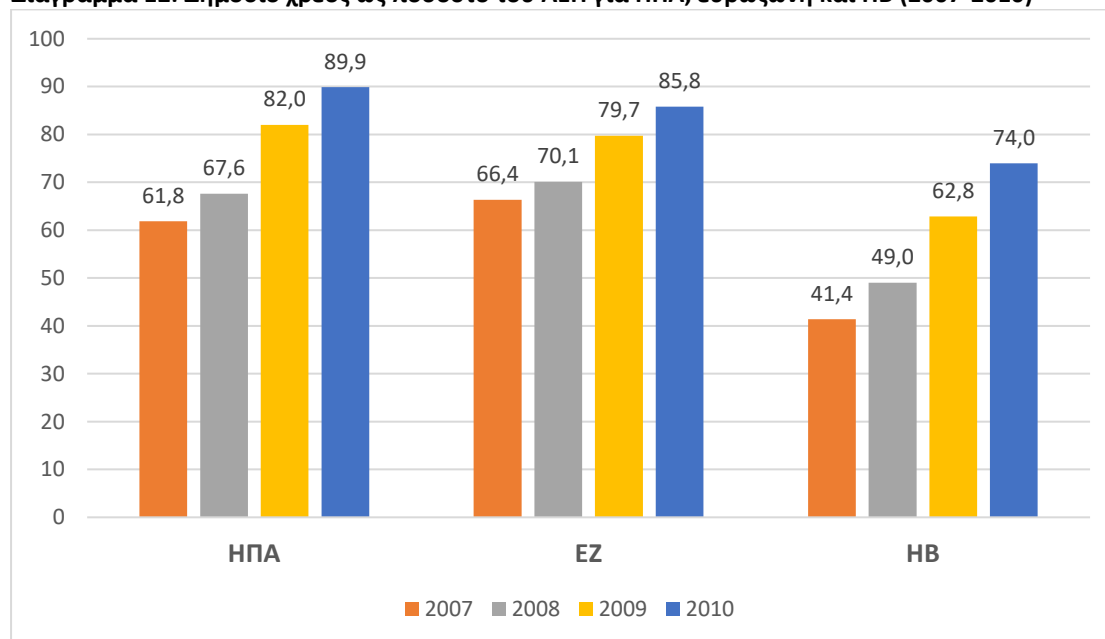
Πηγή: Eurostat

Οι τέσσερις αυτές οικονομίες κατέγραψαν υψηλά και παρατεταμένα δημοσιονομικά ελλείμματα (Διάγραμμα 11). Σε ένα βαθμό αυτά αποδίδονται και στην ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων των χωρών αυτών. Η πιο έκδηλη αποτύπωση της κατάστασης αυτής είναι η περίπτωση της Ιρλανδίας όπου το 2010 δημιουργήθηκε δημοσιονομικό έλλειμμα 32,1% του ΑΕΠ! Σωρευτικά την τριετία 2009-2011 το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ιρλανδίας ξεπέρασε το 60% του ΑΕΠ! Η Ισπανία το 2012 επίσης ανακεφαλαιοποίησε τις τράπεζες της, το οποίο προκάλεσε έλλειμμα της τάξης του 11,6% του ΑΕΠ, το 2013 η Σλοβενία με αποτέλεσμα την καταγραφή ελλείμματος στο 14,6% του ΑΕΠ και η Ελλάδα το 2012 και το 2013 η οποία οδήγησε το δημοσιονομικό έλλειμμα στο 9,1% και 13,4% του ΑΕΠ. Αφετηρία όλων αυτών των τραπεζικών προβλημάτων αποτέλεσε η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, απότοκο της οποίας ήταν τα σημαντικά προβλήματα στα τραπεζικά συστήματα των τεσσάρων αυτών χωρών της ΟΝΕ.

Αναμενόμενα τα δημοσιονομικά ελλείμματα που χρειάστηκαν για να αντιμετωπιστεί η κρίση οδήγησαν σε συσσώρευση και διόγκωση των δημοσίων χρεών πολλών χωρών. Στις ΗΠΑ, στην ευρωζώνη και στο Ηνωμένο Βασίλειο το δημόσιο χρέος από

61,8% του ΑΕΠ, 66,4% του ΑΕΠ και 41,4% του ΑΕΠ το 2007, αυξήθηκε σημαντικά και το 2010 είχε διαμορφωθεί στο 89,9% του ΑΕΠ, 85,8% του ΑΕΠ και 74,0% του ΑΕΠ αντίστοιχα (Διάγραμμα 12).

Διάγραμμα 12: Δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ για ΗΠΑ, ευρωζώνη και ΗΒ (2007-2010)



Πηγή: Eurostat

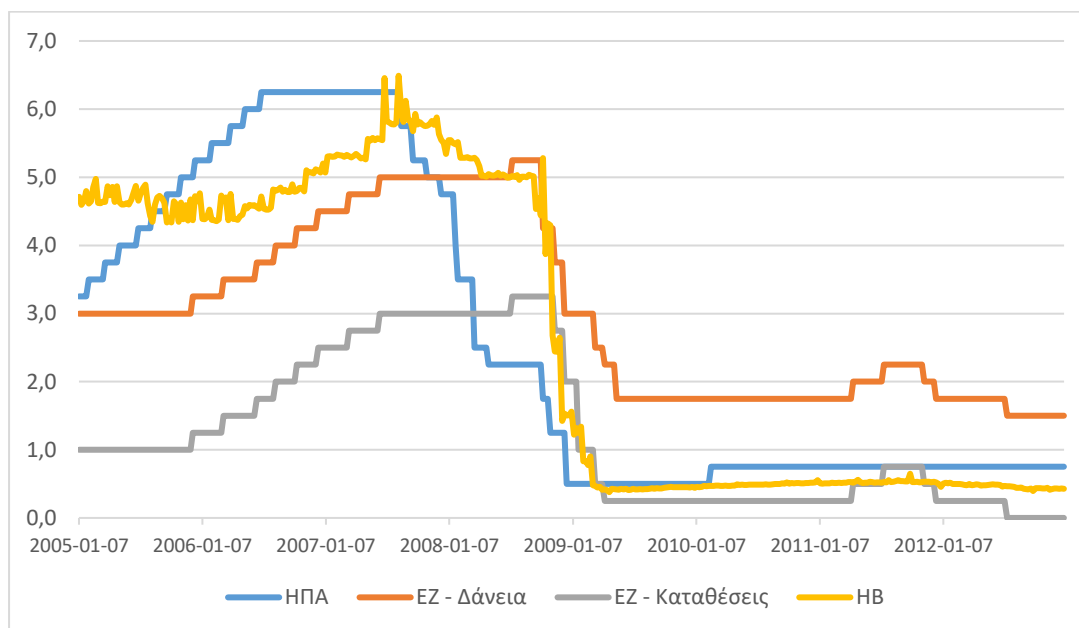
3.3.2 Νομισματική πολιτική

Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της ΟΝΕ και του ΗΒ επικεντρώθηκαν στην προσπάθεια για αύξηση της προσφοράς του χρήματος, ώστε να περιοριστεί η αβεβαιότητα και να διευκολυνθούν οι συναλλαγές (Stiglitz 2012, Obstfeld, 2012).

Ένα βασικό εργαλείο που χρησιμοποιήθηκε ήταν τα επιτόκια παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών. Τα επιτόκια δηλαδή που οι κεντρικές τράπεζες χρηματοδοτούν και δέχονται καταθέσεις από τις εμπορικές τράπεζες του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος.

Διάγραμμα 13: Επιτόκια παρέμβασης κεντρικών τραπεζών ΗΠΑ, Ευρωζώνης και ΗΒ (2005-2012)

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»



Πηγή: FRED database, Federal Reserve Bank of Saint Louis

Για να αυξήσει τη ρευστότητα στο σύστημα η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ αρκετά νωρίς άρχισε να μειώνει το προεξοφλητικό της επιτόκιο. Τον Αύγουστο του 2007 μείωσε κατά πενήντα μονάδες βάσης (0,5%) το επιτόκιο το οποίο διαμορφώθηκε από το 6,3% στο 5,8%. Ακολούθησαν διαδοχικές μειώσεις του προεξοφλητικού επιτοκίου, το οποίο το Δεκέμβριο του 2008 έφτασε στο 0,5%, επίπεδο που παρέμεινε μέχρι τον Φεβρουάριο του 2010.

Η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα καθυστέρησε να προβεί σε μειώσεις επιτοκίων. Μάλιστα τον Ιούλιο του 2007, προέβη σε αύξηση των επιτοκίων της προβλέποντας πληθωριστικές πιέσεις: πρόβλεψη η οποία ποτέ δεν επιβεβαιώθηκε. Όταν η κατάσταση επιδεινώθηκε σημαντικά, ξεκίνησε με τη σειρά της ένα κύκλο μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης της (επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης). Η πρώτη μείωση των επιτοκίων της έγινε τον Οκτώβριο του 2008, λίγες μέρες μετά την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Η αρχική πτώση των επιτοκίων ήταν ύψους εκατό μονάδων βάσης (1%), τα οποία συνέχισαν να μειώνονται μέχρι τον Απρίλιο του 2011. Ακολούθησε μία μικρή

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

αύξηση, αλλά λόγω της διαφαινόμενης τότε κρίσης χρέους τον Ιούλιο του 2012 ξεκίνησε ένας νέος πτωτικός κύκλος επιτοκίων ο οποίος οδήγησε το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο μηδέν, τον Ιούλιο του 2012.

Οι συντονισμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών με τα επιτόκια, αλλά και με τα άλλα μέσα που διαθέτουν απέτρεψαν μία επιδείνωση της κατάστασης και συνέδραμαν στην αύξηση της ρευστότητας και στην εξομάλυνση των συνθηκών των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών.

4. Εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που αύξησαν την πιθανότητα μετάδοσης της κρίσης στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ

4.1 Μεθοδολογία/Μεταβλητές

Στον παρόν κεφάλαιο θα διερευνηθεί εμπειρικά ποιοι παράγοντες μπορεί να αυξήσουν την πιθανότητα εκδήλωσης μίας κρίσης αντίστοιχη με αυτή της 2008. Για τη μελέτη θα χρησιμοποιηθεί ένα υπόδειγμα πιθανομονάδας (probit model) το οποίο αφορά σε ένα είδος παλινδρόμησης, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι δυαδική, δηλαδή μπορεί να πάρει μόνο δύο τιμές. Η εξίσωση της παλινδρόμησης είναι η εξής:

$$C_{it} = a_0 + a_1 M_{it} + a_2 C_{it} + \varepsilon_{it}$$

Όπου C_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή η οποία αφορά στην πιθανότητα εμφάνισης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Η μεταβλητή αυτή θα πάρει την τιμή 1, τα έτη της κρίσης, δηλαδή το 2007 και το 2008, ενώ τα υπόλοιπα έτη η τιμή της μεταβλητής θα είναι 0. M_{it} είναι διάνυσμα το οποίο περιλαμβάνει ανεξάρτητες μεταβλητές της μακροοικονομικής σφαίρας και C_{it} είναι διάνυσμα που περιλαμβάνει άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές ελέγχου (χρηματοπιστωτικές, ρευστότητας, θεσμικές κλπ).

Ειδικότερα οι ανεξάρτητες μεταβλητές εμπίπτουν στις παρακάτω κατηγορίες και είναι οι εξής:

A) Μακροοικονομικοί παράγοντες: τα μακροοικονομικά μεγέθη σχεδόν πάντα επηρεάζουν και επηρεάζονται από τις οικονομικές κρίσεις. Συνεπώς στην ανάλυσή θα εντάξουμε μακροοικονομικούς δείκτες που πιθανώς συνδέονται με την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 [(Stiglitz (2012), Saeed (2014), Keen (2013), Acosta-González (2012)]. Οι μεταβλητές που θα εξετασθούν είναι ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού κατακεφαλήν ΑΕΠ, ο ρυθμός πληθωρισμού (μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή), το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι μεταβλητές επιλέγονται

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

για τους εξής λόγους: αναμένεται ο υψηλός ρυθμός μεγέθυνσης να συνδέεται αρνητικά με την εκδήλωση της κρίσης περιορίζοντας την πιθανότητα εκδήλωσης της. Ο υψηλός ρυθμός πληθωρισμού είναι πιθανό να αυξάνει την πιθανότητα ενός κρισιακού επεισοδίου. Το υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ πιθανώς να αυξάνει την πιθανότητα εκδήλωσης κρίσης, μιας και οι διεθνείς επενδυτές μπορεί να αποχωρήσουν από μία οικονομία που έχει υψηλό χρέος όταν στην αγορά διαμορφωθούν συνθήκες κρίσης. Τέλος το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να λειτουργήσει αντίστοιχα. Να αποθαρρύνει δηλαδή τους διεθνείς επενδυτές και να προκαλέσει έξοδο κεφαλαίων από μία οικονομία εντείνοντας την πιθανότητα εκδήλωσης κρίσης. Από την άλλη πλευρά ωστόσο, ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να λειτουργήσει ως απορροφητήρας κραδασμών στην οικονομία, αφού με το διεθνή δανεισμό είναι πιθανό μία οικονομία να καταφέρει να εξομαλύνει διακυμάνσεις στην κατανάλωση.

Β) Χρηματοπιστωτικός τομέας: όπως αναφέρθηκε στο θεωρητικό μέρος της παρούσας εργασίας, η παγκόσμια κρίση του 2008, είχε ως αφετηρία τη στεγαστική πίστη στις ΗΠΑ. Γεννήθηκε εντός του χρηματοπιστωτικού τομέα, συνεπώς μεταβλητές οι οποίες συνδέονται με τον χρηματοπιστωτικό τομέα πιθανώς να συνδέδραμαν στην εκδήλωση της κρίσης [Saeed (2014), Acosta-González (2012), Keen (2013)]. Οι σχετικές μεταβλητές που θα εξετασθούν είναι το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) ως ποσοστό του συνόλου. Η πιθανότητα εκδήλωσης μίας χρηματοπιστωτικής κρίσης αυξάνεται όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των ΜΕΔ. Η πιστωτική επέκταση τόσο ως ετήσιος ρυθμός μεταβολής, όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ γιατί ιστορικά πριν το ξέσπασμα χρηματοπιστωτικών κρίσεων συνήθως έχει πραγματοποιηθεί μεγάλη πιστωτική επέκταση, ενδεχομένως χωρίς να τηρούνται πάντα με ευλάβεια τα τραπεζικά κριτήρια χορήγησης δανείων. Και τέλος ο λόγος μεταξύ συνολικών δανείων προς συνολικές καταθέσεις στο τραπεζικό σύστημα, ο οποίος δείχνει το βαθμό μόχλευσης του τραπεζικού συστήματος. Υψηλότερη μόχλευση σημαίνει υψηλότερος συστημικός κίνδυνος και πιθανώς συνεπάγεται υψηλότερη πιθανότητα εκδήλωσης χρηματοπιστωτική κρίσης.

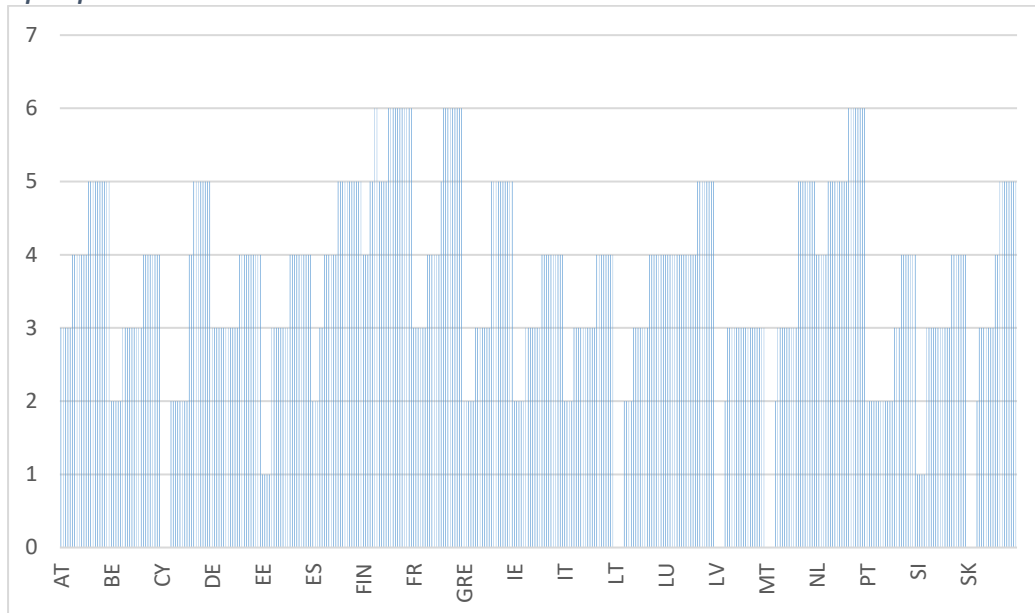
*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Γ) Χρηματοοικονομικές συνθήκες/Ρευστότητα: Οι μεγάλες χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνήθως χαρακτηρίζονται από χαμηλή ρευστότητα και υψηλό στρες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Πιθανώς οι αρνητικές χρηματοοικονομικές συνθήκες και η έλλειψη ρευστότητας να συντέλεσαν στην εκδήλωση της κρίσης του 2008. [Shin (2012), Obstfeld (2012), Acosta-González et al (2012)]. Οι σχετικές μεταβλητές που θα εξετασθούν είναι τα βραχυχρόνια και τα μακροχρόνια επιτόκια που αφορούν στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Υψηλότερα επιτόκια συνεπάγονται χαμηλότερη ρευστότητα, υψηλότερο χρηματοοικονομικό στρες και κίνδυνο, συνεπώς μπορεί να συνδέονται θετικά με την εμφάνιση μίας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Δ) Δημοσιονομικό πλαίσιο/δημοσιονομική διακυβέρνηση: Είναι πιθανό χώρες με πειθαρχημένη δημοσιονομική διακυβέρνηση να αποφεύγουν οικονομικές κρίσεις, σε σχέση με χώρες οι οποίες έχουν την τάση να δημιουργούν υψηλά και διαχρονικά ελλείμματα και συσσώρευση δημοσίου χρέους [Lane (2010), Karlanoglou and Rapanos (2011)]. Για αυτό το λόγο στο υπόδειγμα θα εντάξουμε, διαδοχικά, δύο ερμηνευτικές μεταβλητές που συνδέονται με τη δημοσιονομική πολιτική/πειθαρχία, αλλά και το δημοσιονομικό πλαίσιο διακυβέρνησης εν γένει. Η πρώτη μεταβλητή αφορά τον αριθμό των δημοσιονομικών κανόνων που υπάρχουν σε μία χώρα: εθνικών και υπερεθνικών. Τα στοιχεία προκύπτουν από σχετική πηγή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου με ελάχιστο αριθμό κανόνων το 0 και μέγιστο το 8. Στις χώρες του ευρώ ο μέγιστος αριθμός κανόνων που καταγράφεται την περίοδο 2000-2021 είναι έξι δημοσιονομικοί κανόνες (*Διάγραμμα 14*).

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Διάγραμμα 14: Αριθμός δημοσιονομικών κανόνων εθνικών και υπερεθνικών στις χώρες της ΟΝΕ την περίοδο 2000-2021

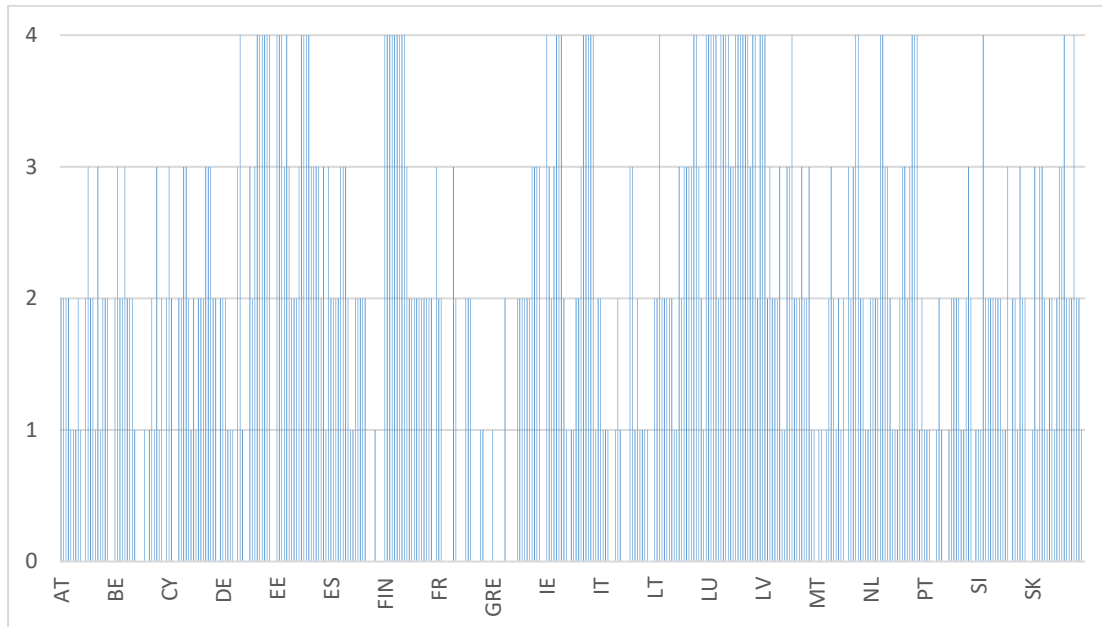


Πηγή: IMF, Fiscal Rules Dataset 1985 - 2021

Η δεύτερη μεταβλητή αφορά τη συμμόρφωση των χωρών με τέσσερις δημοσιονομικούς κανόνες: α) τον κανόνα ελλείματος (ονομαστικού), β) τον κανόνα του δημοσίου χρέους, γ) τον κανόνα του διαθρωτικού αποτελέσματος και δ) τον κανόνα των δημοσίων δαπανών. Για κάθε έναν από αυτούς τους κανόνες τα έτη όπου υπάρχει συμμόρφωση η μεταβλητή παίρνει την τιμή 1, ενώ τα έτη όπου δεν επιτυγχάνεται συμμόρφωση η μεταβλητή παίρνει την τιμή 0. Στο υπόδειγμα μας δημιουργείται μία μεταβλητή που παίρνει ως τιμές ανά έτος το άθροισμα των επιμέρους μεταβλητών (Διάγραμμα 15). Συνεπώς, στη μέγιστη συμμόρφωση και με τους τέσσερις κανόνες η τιμή φθάνει στο 4.

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Διάγραμμα 15: Συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς κανόνες στις χώρες της ΟΝΕ την περίοδο 2000-2021

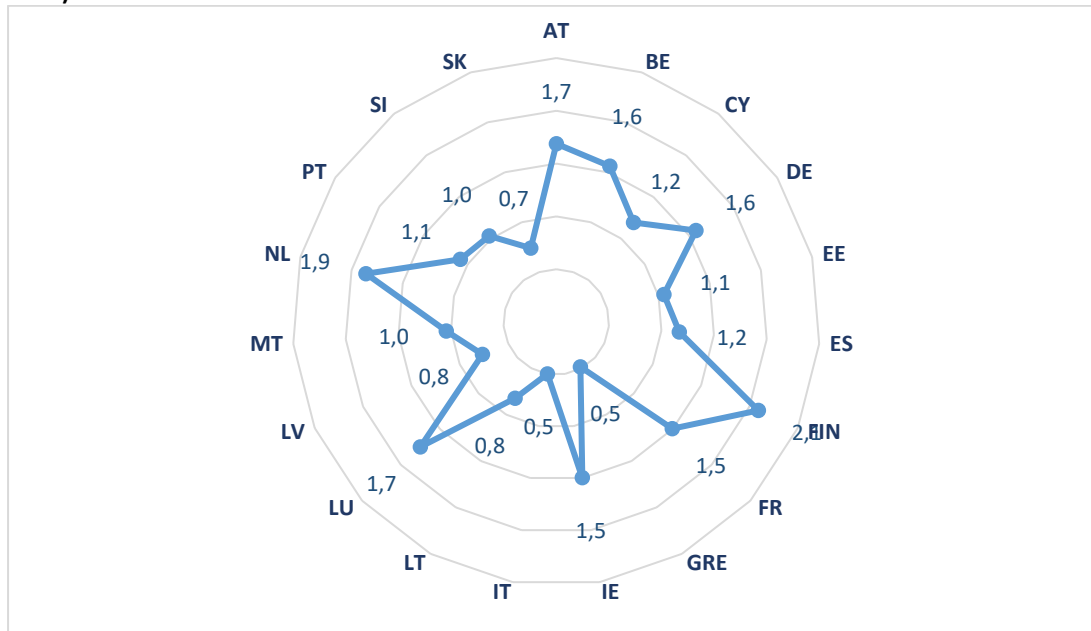


Πηγή: Larch and Santacroce (2020), European Fiscal Board – European Commission “Compliance Tracker” και δικοί μας υπολογισμοί

Ε) Ποιότητα Κυβέρνησης: Η ποιότητα της κυβέρνησης μίας χώρας πιθανώς να σχετίζεται με την εκδήλωση οικονομικών κρίσεων. [Krugman (2018), Keen (2013), Castro et. al (2022)]. Υψηλή ποιότητα και αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης μπορεί να λειτουργεί ως ασπίδα προστασίας για μια οικονομία και το αντίθετο. Ανίσχυρες και μη αποτελεσματικές κυβερνήσεις πιθανώς να κάνουν την οικονομία πιο ευάλωτη σε κρίσεις. Ως αντιπροσωπευτικός δείκτης (proxy) θα χρησιμοποιηθεί ο σχετικός δείκτης που μετράει την αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης (government effectiveness) της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank, Worldwide Governance Indicators). Ο δείκτης αυτός απαρτίζεται από 47 επιμέρους δείκτες οι οποίοι έχουν σκοπό να αξιολογήσουν την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών, τον βαθμό ανεξαρτησίας της από πολιτικές πιέσεις, την ποιότητα των πολιτικών της και την αξιοπιστία της κυβέρνησης ως προς τις δεσμεύσεις της. Η αξιολόγηση γίνεται σε μία κλίμακα με εύρος από το -2,5 έως το 2,5.

«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»

Διάγραμμα 16: Αποτελεσματικότητα κυβερνήσεων των χωρών της ΟΝΕ (μέσος όρος περιόδου 2000-2021)



Πηγή: World Bank, Worldwide Governance Indicators και δικοί μας υπολογισμοί

ΣΤ) Πολιτικό σύστημα: Πιθανώς το πολιτικό σύστημα μίας χώρας να σχετίζεται με την πιθανότητα εμφάνισης οικονομικής κρίσης/αναταραχής [Castro et al (2022), Hasanov and Bhattacharya (2019)]. Συνεπώς πολιτικές μεταβλητές θα μπορούσαν δυνητικά να συνδέονται με τις οικονομικές κρίσεις. Επιλέχθηκαν δύο πολιτικές μεταβλητές οι οποίες θα εισαχθούν ξεχωριστά στο υπόδειγμα. Η πρώτη μεταβλητή αφορά την ιδεολογική σύνθεση κοινοβουλίου μεταξύ του φάσματος από τα δεξιά στα αριστερά. Η ηγεμονία δεξιών κομμάτων παίρνει την τιμή μηδέν (0) και όσο μετατοπίζεται η ιδεολογική σύνθεση προς τα αριστερά η τιμή προσεγγίζει το εκατό (100). Η δεύτερη μεταβλητή αφορά τη συχνότητα των μεταβολών της κυβέρνησης για διάφορους λόγους όπως εκλογές, παραίτηση πρωθυπουργού, αρνητική ψήφος εμπιστοσύνης, υπερψήφιση πρότασης μομφής κλπ. Πιθανώς η πιθανότητας εμφάνισης οικονομικής κρίσης να σχετίζεται με την κυβερνητική σταθερότητα/αστάθεια. Χώρες με ασταθείς κυβερνήσεις και συχνές κυβερνητικές εναλλαγές, πιθανώς, να αυξάνουν την πιθανότητα εκδήλωσης οικονομικής κρίσης και αντίστροφα.

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Η ομάδα οικονομιών που θα μελετηθεί θα είναι οι 19 οικονομίες της ευρωζώνης για την χρονική περίοδο 2000-2021, σε ετήσια βάση. Συνεπώς η ανάλυση θα αφορά υπόδειγμα probit με διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel), μη σταθμισμένο (unadjusted). Οι πηγές των δεδομένων αφορούν στη Eurostat, στη Federal Reserve Bank of Saint Louis, στο IMF, στη World Bank και στα Larch and Santacroce (2020) και Armingeon et al, (2022) (Πίνακας 3).

Πίνακας 3: Μεταβλητές του υποδείγματος probit

| Μεταβλητή | Περιγραφή | Πηγή |
|---|--|---|
| Μακροοικονομικές | | |
| Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ (%) | Μεταβολή σε σταθερές τιμές 2015 (%) | Eurostat |
| Πληθωρισμός | Ρυθμός μεταβολής του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (%) | Eurostat |
| Δημόσιο χρέος | Συνολικό ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ | Eurostat |
| Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών | Αποτέλεσμα (πλεόνασμα ή έλλειμμα) στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών | Eurostat |
| Χρηματοπιστωτικός τομέας | | |
| Μη εξηπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) | ΜΕΔ ως ποσοστό των συνολικών δανείων στο τραπεζικό σύστημα | Federal Reserve Bank of Saint Louis |
| Πιστωτική επέκταση 1 | Ρυθμός μεταβολής δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας | Federal Reserve Bank of Saint Louis |
| Πιστωτική επέκταση 2 | Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας ως ποσοστό του ΑΕΠ | Federal Reserve Bank of Saint Louis |
| Πιστωτική Μόχλευση | Συνολικές χορηγήσεις προς συνολικές καταθέσεις στο τραπεζικό σύστημα | Federal Reserve Bank of Saint Louis |
| Χρηματοοικονομικές συνθήκες/Ρευστότητα | | |
| Επιτόκια (Βραχυχρόνια) | Τρίμηνα επιτόκια για τις χώρες της ευρωζώνης | Eurostat |
| Επιτόκια (Μακροχρόνια) | Απόδοση δεκαετών ομολόγων δημοσίου | Eurostat |
| Δημοσιονομικό πλαίσιο/δημοσιονομική διακυβέρνηση | | |
| Δημοσ/κοί Κανόνες | Αριθμός δημοσιονομικών κανόνων που εφαρμόζονται σε μία οικονομία (εθνικοί και υπερεθνικοί). | IMF, IMF Fiscal Rules Dataset 1985 - 2021 |
| Δημοσιονομική Συμμόρφωση | Συμμόρφωση ως προς τους δημοσιονομικούς κανόνες. Το άθροισμα των αποτελεσμάτων τεσσάρων δημοσιονομικών κανόνων: ελλείμματος, δημοσίου χρέους, διαρθρωτικού αποτελέσματος, δαπανών. | Larch and Santacroce (2020), European Fiscal Board (EFB). |
| Ποιότητα Κυβέρνησης | | |
| Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης | Δείκτης που απαρτίζεται από 47 επιμέρους δείκτες οι οποίοι έχουν σκοπό να αξιολογήσουν την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών, το βαθμό ανεξαρτησίας της από πολιτικές πιέσεις, την ποιότητα των πολιτικών της και την αξιοπιστία της | World Bank, Worldwide Governance Indicators |

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

| | | |
|-------------------------|--|---|
| | κυβέρνησης ως προς τις δεσμεύσεις της. Η αξιολόγηση γίνεται σε μία κλίμακα με εύρος από το -2,5 έως το 2,5. | |
| Πολιτικό Σύστημα | | |
| Πολιτικό Κόμμα | Ιδεολογική σύνθεση κοινοβουλίου. Ηγεμονία δεξιών κομμάτων (0). Όσο μετατοπίζεται η σύνθεση προς τα αριστερά η τιμή προσεγγίζει το 100. | Armingeon et al, (2022). Codebook Comparative Political Data Set 1960-2020. |
| Κυβερνητικές αλλαγές | Ετήσιος αριθμός μεταβολών της κυβέρνησης για διάφορους λόγους (εκλογές, παραίτηση πρωθυπουργού, αρνητική ψήφος εμπιστοσύνης κλπ) | Armingeon et al, (2022). Codebook Comparative Political Data Set 1960-2020. |

4.2 Αποτελέσματα

Ο Πίνακας 4 συνοψίζει τα αποτελέσματα των διαφορετικών παλινδρομήσεων. Πραγματοποιήθηκαν δέκα παλινδρομήσεις. Η πρώτη αφορά μόνο τις μακροοικονομικές μεταβλητές και στη συνέχεια έγιναν παλινδρομήσεις με τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου. Αναφορικά με τις μακροοικονομικές μεταβλητές αυτές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές ήταν ο πληθωρισμός, το δημόσιο χρέος και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ειδικότερα το θετικό πρόσημο στις δύο πρώτες υποδηλώνει ότι μία μονάδα αύξησης της τιμής αυτών οδηγεί σε αύξηση της πιθανότητας εμφάνισης της κρίσης. Δηλαδή οι οικονομίες της ευρωζώνης που τις χαρακτηρίζει υψηλός πληθωρισμός και υψηλό δημόσιο χρέος είναι πιο ευάλωτες σε οικονομικές κρίσεις, όπως αυτή του 2008. Το αρνητικό πρόσημο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνει, ότι όσο μεγαλύτερο είναι το πλεόνασμα τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης της κρίσης. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συμβατό με την οικονομική θεωρία. Όσο μεγαλύτερο είναι το πλεόνασμα ή μικρότερο το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τόσο μικρότερη είναι η συσσώρευση εξωτερικού χρέους, άρα και η πιθανότητα στάσης πληρωμών. Συνεπώς ένα υγιές εξωτερικό ισοζύγιο περιορίζει την πιθανότητα εκδήλωσης μιας κρίσης όπως αυτής του 2008. Από την άλλη πλευρά η μεταβολή του ΑΕΠ δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική αναφορικά με την πιθανότητα εκδήλωσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008.

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο πληθωρισμός βρέθηκε σταθερά στατιστικά σημαντικός και στις υπόλοιπες εννέα παλινδρομήσεις που πραγματοποιήθηκαν με διάφορες μεταβλητές ελέγχου και μάλιστα με υψηλή στατιστική σημαντικότητα (1%). Το δημόσιο χρέος βρέθηκε στατιστικά σημαντικό στις οκτώ από τις δέκα παλινδρομήσεις. Από την άλλη πλευρά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βρέθηκε στις επτά εναλλακτικές παλινδρομήσεις στατιστικά σημαντικό εκ των οποίων στις τέσσερις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας στο 10%.

Από τις μεταβλητές που αφορούν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα μόνο μία εκ των τριών βρέθηκε στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Αυτή είναι η πιστωτική επέκταση και με τους δύο εναλλακτικούς υπολογισμούς της, δηλαδή και ως ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων, αλλά και ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η σχέση της με την πιθανότητα εμφάνισης κρίσης είναι θετική, που σημαίνει ότι η υψηλή πιστωτική επέκταση υπό ορισμένες συνθήκες υποδαύλισε την εκδήλωση χρηματοπιστωτικής/οικονομικής κρίσης και στις οικονομίες της ευρωζώνης. Οι υπόλοιπες δύο μεταβλητές που αφορούν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων και ο λόγος συνολικών δανείων προς συνολικές καταθέσεις δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές.

Σημαντικός παράγοντας που συνδέεται με την κρίση του 2008 στις χώρες της ΟΝΕ βρέθηκαν τα επιτόκια τόσο τα μακροχρόνια (σε επίπεδο σημαντικότητας 10%), αλλά κυρίως τα βραχυχρόνια (σε επίπεδο σημαντικότητας 1%). Η σχέση με την αύξηση της πιθανότητας εκδήλωσης κρίσης είναι θετική, όπως αναμενόταν. Η αύξηση των επιτοκίων εντείνει περιορίζει τη ρευστότητα στην οικονομία, επιτείνει το επενδυτικό στρες, αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο και εν γένει εντείνει τις κρισιακές συνθήκες. Σύμφωνα με το υπόδειγμά μας στην κρίση του 2008 η αύξηση των επιτοκίων διαδραμάτισε σημαντικό αρνητικό ρόλο στην οικονομία της ευρωζώνης.

Από τις υπόλοιπες μεταβλητές που δοκιμάστηκαν ούτε οι μεταβλητές που σχετίζονται με τη δημοσιονομική πειθαρχία και τη δημοσιονομική διακυβέρνηση,

*«Ζωή Παλαιολόγου,
Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια,
τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική
διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

αλλά και ούτε οι πολιτικές μεταβλητές και αυτές που σχετίζονται με την κυβερνητική αποτελεσματικότητα βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές.

«Ζωή Παλαιολόγου, Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια, τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που συνδέονται με την κρίση»

Πίνακας 4: Αποτελέσματα του υποδείγματος probit

| | Μάκρο | Τραπεζική | Τραπεζική 2 | Χρη/κες Συνθήκες | Χρη/κες Συνθήκες 2 | Δημοσιονομικό Πλαίσιο | Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2 | Ποιότητα Διακυβέρνησης | Πολιτική | Πολιτική 2 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|----------------------|----------------------|
| Σταθερά | -2.465*** (0.291) | -2,663*** (0.574) | -3.466*** (0.698) | -3,431*** (0.421) | -2.758*** (0.340) | -2.534*** (0.438) | -2.404*** (0.323) | -2.855*** (0.456) | -2.739*** (0.366) | -2.484*** (0.294) |
| ΑΕΠ (Δ%) | -0.004 (0.026) | -0.034 (0.033) | 0.047 (0.040) | 0.010 (0.027) | 0.010 (0.027) | -0.004 (0.025) | -0.001 (0.026) | -0.0004 (0.026) | 0.007 (0.026) | 0.004 (0.026) |
| Πληθωρισμός | 0.274*** (0.059) | 0.237*** (0.050) | 0.331*** (0.073) | 0.093 (0.076) | 0.292*** (0.067) | 0.277*** (0.061) | 0.277*** (0.059) | 0.293*** (0.063) | 0.281*** (0.059) | 0.275*** (0.059) |
| Δημ. Χρέος | 0.006** (0.003) | 0.005* (0.003) | 0.007** (0.003) | 0.009*** (0.003) | 0.006** (0.003) | 0.006** (0.003) | 0.006** (0.003) | 0.005 (0.003) | 0.007** (0.003) | 0.007** (0.003) |
| Ισοζ. Τρεχ. Συναλλαγών | -0.035** (0.017) | -0.025 (0.020) | -0.020 (0.020) | -0.041* (0.021) | -0.025 (0.018) | -0.037** (0.018) | -0.033* (0.018) | -0.046** (0.020) | -0.031* (0.018) | -0.033* (0.018) |
| ΜΕΔ | | -0.064 (0.043) | -0.074 (0.047) | | | | | | | |
| Πιστωτική Επέκταση 1 (% Δ) | | 0.025*** (0.009) | | | | | | | | |
| Πιστωτική Επέκταση 2 (% του ΑΕΠ) | | | 0.018*** (0.005) | | | | | | | |
| Πιστωτική Μόχλευση (καταθέσεις/δάνεια) | | 0.004 (0.003) | -0.005 (0.004) | | | | | | | |
| Επιτόκια (Βραχυχρόνια) | | | | 0.413*** (0.066) | | | | | | |
| Επιτόκια (Μακροχρόνια) | | | | | 0.068* (0.041) | | | | | |
| Δημοσ/κοί Κανόνες | | | | | | 0.021 (0.096) | | | | |
| Δημοσιονομική Συμμόρφωση | | | | | | | -0.037 (0.086) | | | |
| Κυβερνητική αποτελ/τα | | | | | | | | 0.367 (0.261) | | |
| Πολιτικό Κόμμα | | | | | | | | | 0.097 (0.075) | |

«Ζωή Παλαιολόγου, Χρηματοπιστωτική κρίση 2008: Αίτια, τρόποι αντιμετώπισης & μια εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που συνδέονται με την κρίση»

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| Κυβερνητικές αλλαγές | | | | | | | | | | 0.031 |
| | | | | | | | | | | (0.152) |
| Παρατηρήσεις | 397 | 343 | 343 | 395 | 393 | 397 | 397 | 365 | 377 | 378 |
| McFadden R-squared | 0,19 | 0,25 | 0,27 | 0,41 | 0,21 | 0,19 | 0,19 | 0,22 | 0,2 | 0,19 |

Σημ: Τα (*), (**) και (***) υποδηλώνουν επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1%, αντιστοίχως

4.3 Συμπεράσματα

Η παρούσα εμπειρική έρευνα επιδίωξε να διερευνήσει μεταβλητές από μία ευρεία γκάμα κατηγοριών που σχετίζονται με την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής/οικονομικής κρίσης στις δεκαεennέα οικονομίες της ΟΝΕ. Οι κατηγορίες μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν στην μακροοικονομία, στον χρηματοπιστωτικό τομέα, στις χρηματοοικονομικές συνθήκες/ρευστότητα, στη δημοσιονομική διακυβέρνηση, στην ποιότητα κυβέρνησης, στην πολιτική.

Τα σημαντικότερα συμπεράσματα από την εμπειρική διερεύνηση συνοψίζονται στα εξής:

Πιθανές μακροοικονομικές ανισορροπίες ευνόησαν την εκδήλωση της κρίσης. Οι κυριότερες εξ αυτών είναι ο πληθωρισμός, το δημόσιο χρέος και τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Στις δύο πρώτες περιπτώσεις η σχέση που διαπιστώθηκε ήταν θετική, ενώ στην τρίτη αρνητική. Τόσο ο υψηλός πληθωρισμός, όσο και το υψηλό δημόσιο χρέος ως προς το ΑΕΠ των οικονομιών της ευρωζώνης αύξησαν την πιθανότητα εκδήλωσης της κρίσης. Το συμπέρασμα αυτό είναι λογικό. Ο υψηλός πληθωρισμός δημιουργεί υποτιμητικές πιέσεις στο νόμισμα, συνεπώς αυξάνει τον συναλλαγματικό κίνδυνο των τοποθετήσεων/επενδύσεων των ξένων σε εγχώρια, ευρωπαϊκά δηλαδή, περιουσιακά στοιχεία. Αλλά και για τους εγχώριους επενδυτές ο υψηλός πληθωρισμός αποτελεί πρόβλημα γιατί διαβρώνει την αξία των επενδύσεων τους στο βαθμό. Συνεπώς, και τα δύο αυτά κανάλια μπορεί να οδηγήσουν σε εκροές κεφαλαίων (capital flight), οι οποίες εντείνουν τις κρισιακές συνθήκες. Αντίστοιχα, όσο μεγαλύτερα είναι τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι πιθανότερο να εκδηλωθεί μία συναλλαγματική κρίση, αφού αυτά διογκώνουν το εξωτερικό χρέος και πρέπει ανά πάσα στιγμή η οικονομία να βρίσκει συνάλλαγμα για να χρηματοδοτεί αυτά τα ελλείμματα.

Αναφορικά με τον χρηματοπιστωτικό τομέα η μεταβλητή που προέκυψε στατιστικά σημαντική αναφορικά με την αύξηση της πιθανότητας εκδήλωσης της κρίσης του 2008 για τις χώρες της ευρωζώνης είναι η πιστωτική επέκταση. Η πιστωτική επέκταση στο υπόδειγμά μας μετρήθηκε με δύο τρόπους: α) με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του συνόλου των

*«Ζωή Παλαιολόγου, Χρηματοπιστωτική
κρίση 2008: Αίτια, τρόποι αντιμετώπισης & μια
εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

δανείων των εμπορικών τραπεζών στην οικονομία και β) τα συνολικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ. Και στις δύο περιπτώσεις βρέθηκε θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των μεταβλητών και της αύξησης της πιθανότητας εκδήλωσης της κρίσης. Το αποτέλεσμα αυτό έχει λογική στη βάση του ότι η μεγάλη πιστωτική επέκταση σε περιόδους ευφορίας μπορεί να γίνεται χωρίς να πληρούνται τραπεζικά κριτήρια χορήγησης δανείων. Να δίνονται δηλαδή δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά τα οποία υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να λάβουν δάνεια. Συνεπώς, ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνεται για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος, αλλά και για το σύνολο της οικονομίας τελικά. Επιπλέον η μεγάλη πιστωτική επέκταση είναι πιθανό να οδηγήσει στη δημιουργία υπερτιμημένων περιουσιακών στοιχείων («φούσκες»). Τόσο, ο αυξημένος πιστωτικός συστημικός κίνδυνος, όσο και η δημιουργία φουσκών δημιουργούν συνθήκες για εκδήλωση κρίσης. Συνεπώς υπό αυτές τις συνθήκες είναι πιο εύκολο η παγκόσμια κρίση να «μολύνει» (contagion) και τις χώρες της ΟΝΕ.

Σημαντικός επίσης παράγοντας αύξησης της πιθανότητας εκδήλωσης της κρίσης αποτέλεσε, σύμφωνα με την εμπειρική μας έρευνα, η αύξηση των επιτοκίων και ιδίως των βραχυχρονίων. Επίσης ένα λογικό συμπέρασμα, αφού η αύξηση των επιτοκίων δυσχεραίνει την οικονομική δραστηριότητα, περιορίζει τη ρευστότητα, αυξάνει την αβεβαιότητα και επιτείνει ενδεχόμενη αναταραχή στις χρηματιστηριακές αγορές. Στην περίπτωση της έρευνας μας φάνηκε ότι η επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών που προκλήθηκε με την αύξηση των επιτοκίων αύξησε την πιθανότητα εκδήλωσης της κρίσης στις οικονομίες της ευρωζώνης. Έκανε δηλαδή πιο εύκολη τη μετάδοση της κρίσης από τις ΗΠΑ στη Ευρώπη λόγω της αύξησης των επιτοκίων.

Βιβλιογραφία

- Acosta-González E., F. Fernández-Rodríguez and S. Sosvilla-Rivero (2012) "On factors explaining the 2008 financial crisis", *Economics Letters*, Vol. 115, Issue 2
- Aiginger Karl (2010). "The Great Recession vs. the Great Depression: Stylized Facts on Siblings That Were Given Different Foster Parents", *Economics*, Vol. 4, 2010-18, May
- Alexandri Georgia and Michael Janoschka (2018). "Who Loses and Who Wins in a Housing Crisis? Lessons From Spain and Greece for a Nuanced Understanding of Dispossession" *Housing Policy Debate*, Vol. 28, Issue 1
- Arnesen Leif (2014). "Rehabilitation of the Slovenian Banking System: Seeking Strength in the Aftermath of Crisis", *Perspectives of Business and Economics*, Lehigh University
- Armingeon, Klaus, Sarah Engler and Lucas Leemann (2022) "Comparative Political Data Set 1960-2020", Zurich: Department of Political Science, University of Zurich.
- Bibow Joerg (2020). "The General Theory as "Depression Economics"? Financial Instability and Crises in Keynes's Monetary Thought" *Levy Institute Working Paper No. 974*
- Blanchard O. (2012) "Monetary Policy in the Wake of the Crisis", in: *The wake of the crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press
- Carrasco Carlos A. & Jesus Ferreiro (2016). "An analysis of the determinants of the impact of the Great Recession on the Eurozone countries," *Working papers wpaper149, Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project*
- Castro V. T. C. Nguyen, and J. Wood (2022) "Political economy of financial crisis duration" *Public Choice* 192
- Crawford Corinne (2011). "The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis", *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 9, No. 1.

- Crouhy Michel (2008) “Banks and Insurers: Separate paths but a Common Destination”
Enterprise Risk Management Symposium: The Subprime Credit Crisis of 2007, Chicago, April
29 – May 1
- Danielsson Jon (2008). “The first casualty of the crisis: Iceland” VOXEU COLUMN,
<https://cepr.org/voxeu/columns/first-casualty-crisis-iceland-0>
- Hasanov R. and Pr. S. Bhattacharya (2019) “Do political factors influence banking crisis?”
Economic Modelling, Vol. 76
- Helleiner Eric (2011). “Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis: Lessons for
Scholars of International Political Economy”, *Annual Review of Political Science*
- Honohan Patrick (2009). “Resolving Ireland’s Banking Crisis”, *The Economic and Social Review*,
Vol. 40, No. 2
- Kaplanoglou, G. and Rapanos, V. T. (2011) “The Greek fiscal crisis and the role of fiscal
governance”. *GreeSE* (48). Hellenic Observatory, London School of Economics and Political
Science
- Keen St. (2013) “Predicting the ‘Global Financial Crisis’: Post-Keynesian Macroeconomics”,
Economic Record, Vol. 89, No. 285
- Kotz David M. (2009) “The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of
Neoliberal Capitalism”, *Review of Radical Political Economics*, Vol. 41, Issue 3
- Krugman P. (2018) “Good enough for government work? Macroeconomics since the crisis”,
Oxford Review of Economic Policy, Vol. 34, Issue 1-2
- Lane Ph. (2010) Some lessons for fiscal policy from the financial crisis, *Nordic Economic Policy
Review* no. 1
- Larch, M. and S. Santacrose (2020) “Numerical compliance with EU fiscal rules: The
compliance database of the *Secretariat of the European Fiscal Board*”, May 2020.

- Masahiro Kawai and Shinji Takagi (2009). "Why was Japan Hit So Hard by the Global Financial Crisis?" *ADB Working Paper* No. 153
- Matthiasson Thorolfur (2008). "Spinning out of control, Iceland in crisis", *Nordic Journal of Political Economy*, Vol.34, article 3
- Minsky Hyman P. (1977) "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory" *Nebraska Journal of Economics and Business*, Vol. 16, No. 1
- Obstfeld M. (2012) "Liquidity and the International Monetary System", in: *The wake of the crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press
- Saeed M. S. (2014) "Bank-related, Industry-related and Macroeconomic Factors Affecting Bank Profitability: A Case of the United Kingdom" *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.5, No.2.
- Shin H.S. (2012) "Global Liquidity", in: *The wake of the crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press
- Sommer Martin (2009). "Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?", IMF staff position note SPN/09/05, March
- Stournaras Yannis (2019). "Lessons from the Greek Crisis: Past, Present, Future" *Atlantic Economic Journal*, Vol. 47
- Stiglitz J. (2008) "The Financial Crisis of 2007/2008 and Its Macroeconomic Consequences" *Initiative for Policy Dialogue Task Force on Financial Markets Reform*.
- (2012) "Macroeconomics, Monetary Policy and the Crisis", in: *The wake of the crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy* MIT Press
- Wyplosz Charles (2010). "The Eurozone in the Current Crisis", *ADB Working Paper* No. 207

*«Ζωή Παλαιολόγου, Χρηματοπιστωτική
κρίση 2008: Αίτια, τρόποι αντιμετώπισης & μια
εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

*«Ζωή Παλαιολόγου, Χρηματοπιστωτική
κρίση 2008: Αίτια, τρόποι αντιμετώπισης & μια
εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που
συνδέονται με την κρίση»*

Υπεύθυνη Δήλωση Συγγραφέα:

Δηλώνω ρητά ότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 του νόμου Ν.1599/1986 και τα άρθρα 2,4,6 παρ. 3 του Ν.1256/1982, η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής εργασίας και δεν προσβάλλει κάθε μορφής πνευματικά δικαιώματα τρίτων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής, οι πηγές δε που χρησιμοποιήθηκαν περιορίζονται στις βιβλιογραφικές αναφορές και μόνον.