

ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ • ΠΑΠΑΔΑΚΗ ΣΤΕΦΑΝΙΔΗ

Εισαγωγή στην Τραπεζική Οικονομική και τις Κεφαλαιαγορές



Utopia

Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις

Κεφάλαιο 11

Βιβλίο: Συριόπουλος Κ. & Παπαδάμου Σ. (2014) Εισαγωγή στην
Τραπεζική & τις Κεφαλαιαγορές, Εκδόσεις Utopia

11.1 Συστημικός Κίνδυνος (Systemic Risk)

- Λόγω απροσδόκητων μεταβολών τιμών και ποσοτήτων στις κεφαλαιαγορές ή στις πιστωτικές αγορές με πιθανή αποτυχία εμπλεκόμενων φορέων, συνεπάγεται μετάδοση σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις σε: μηχανισμό πληρωμών, αποτελεσματική ανακατανομή του κεφαλαίου.
- Σημαντική αύξηση του συστημικού κινδύνου: **Χρηματοοικονομική Κρίση.**
- Δύο Σχολές Σκέψης για αίτια Κρίσεων:
 - a. αποτέλεσμα χειροτέρευσης θεμελιωδών μακροοικονομικών στοιχείων, πολιτικές που ακολουθήθηκαν υπεύθυνες.
 - b. αποτέλεσμα της αστάθειας των διεθνών κεφαλαιαγορών (self-fulfilling prophecies).

11.1 Σχετικά με κρίσεις (1)

Fisher (1933): εξωτερικό γεγονός που προκαλεί ανοδική φάση επιχειρηματικού κύκλου, αύξηση επενδύσεων και κερδοσκοπίας μέσω κεφαλαιαγοράς χρηματοδοτείται μέσω τραπεζικού δανεισμού (debt-financed), αύξηση επιπέδου των τιμών, υπερχρέωση πολλαπλασιάζει τις πιθανότητες αφερεγγυότητας, (over-indebtedness). Άρα καθοδική φάση κύκλου, ανεπάρκεια ρευστότητας. debt deflation.

Επέμβαση Εποπτικών Αρχών (lender- of-last-resort), απαραίτητη για ενίσχυση ρευστότητας.

Minsky: Εύθραυστα Χρηματοοικονομικά Συστήματα (fragility of financial systems). Η χρηματοοικονομική αστάθεια εξαρτάται από μεικτή επενδυτική συμπεριφορά αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) και κερδοσκοπίας, από ρευστότητα χαρτοφυλακίων και έκταση επενδύσεων με δανεισμό. Η μονάδα Ponzi πρέπει να αυξήσει το χρέος της για να διατηρηθεί άρα κάθε αύξηση των επιτοκίων έχει αρνητικές συνέπειες.

Αποτέλεσμα: distress selling

11.1 Σχετικά με κρίσεις (2)

Μονεταριστική Σχολή

- Friedman & Shwartz, (2008): χρηματοοικονομικές κρίσεις **μέσω έλλειψης της εμπιστοσύνης του κοινού στο τραπεζικό σύστημα**, ξεκινούν λόγω αποτυχίας μεγάλων χρηματοοικονομικών οργανισμών.
- Σημαντική αιτία κρίσης: Η αναντιστοιχία ενεργητικού- παθητικού (assets-liability mismatch), οι κίνδυνοι που συνδέονται με τα χρέη και τα περιουσιακά στοιχεία του ιδρύματος δεν είναι κατάλληλα ευθυγραμμισμένα.
- Σήμερα Σκιώδης Τραπεζική (Shadow Banking): μακροπρόθεσμες επενδύσεις με τίτλους βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (ρέπος).

11.1 Σχετικά με κρίσεις (3)

Υπόδειγμα Ορθολογικών Προσδοκιών

Επενδυτική Μανία: ορθολογική κερδοσκοπική φούσκα.

Όλο και περισσότεροι επενδυτές οδηγούν τιμή ακόμα υψηλότερα, με ελπίδα απόκτησης παρόμοιων κερδών. Αν τιμή έχει σύντομη πτώση, επενδυτές συνειδητοποιούν ότι περαιτέρω κέρδη όχι εξασφαλισμένα, τότε ίσως αντιστροφή κύκλου με μειώσεις τιμών από βιαστικές πωλήσεις, άρα περαιτέρω μείωση τιμών.

Προσέγγιση Βιομηχανικής Οργάνωσης

Περίοδοι οικονομικής αστάθειας, συνέπεια μεταβολών συνθηκών εισόδου νέων οργανισμών στην αγορά. Αύξηση ανταγωνισμού μεταξύ φορέων αγοράς, οδηγεί σε χαμηλότερα κόστη και ατέλειες αγοράς, εμφάνιση αστάθειας, ιδιαίτερα με απουσία κατάλληλων μέτρων προληπτικής εποπτείας

Τα 9 στάδια μιας Κρίσης κατά τον Bernanke

1. Ρευστοποίηση χρεών, εν θερμώ πωλήσεις.
2. Περιορισμός νομισματικών αποθεμάτων, αποπληρωμή δανείων, περιορισμός ταχύτητας κυκλοφορίας.
3. Πτώση επιπέδου τιμών
4. Μεγαλύτερη πτώση Καθαρής Αξίας επιχειρήσεων, πτωχεύσεις.
5. Πτώση κερδών
6. Μείωση παραγωγής, συναλλαγών και εργασίας.
7. Απαισιοδοξία, έλλειψη αυτοπεποίθησης
8. Αποταμίευση, λιγότερη διακίνηση χρήματος.
9. Περίπλοκες στρεβλώσεις στα επιτόκια δανεισμού, πτώση σε ονομαστικά επιτόκια και αξία του χρήματος, αύξηση σε πραγματικά επιτόκια και αγοραστική αξία εμπορευμάτων

11.2 Νομισματικές, Τραπεζικές Κρίσεις και Κερδοσκοπικές Φούσκες

Κύρια είδη κρίσεων που μπορούν να οδηγήσουν μια χώρα σε οικονομική κρίση:

1. η τραπεζική κρίση,
2. η νομισματική κρίση
3. συνδυασμός των δυο προηγούμενων και
4. οι κερδοσκοπικές φούσκες.

1. Τραπεζική Κρίση : Όταν ένα σημαντικό μέρος του τραπεζικού τομέα χαρακτηρίζεται αφερέγγυο.

Βασικά αίτια (εξαιτίας μακροοικονομικών παραγόντων):

- Η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης.
- Οι περιορισμοί στους όρους του εμπορίου.
- Η ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Οι νομισματικές κρίσεις που συνήθως οδηγούν σε εκροές κεφαλαίων.
- Μια ραγδαία πτώση των τιμών του χρηματιστηρίου και άλλων περιουσιακών στοιχείων όπως οι τιμές των ακινήτων.

2. Νομισματική Κρίση

- Η αξία ενός νομίσματος γίνεται ασταθής, άρα δύσκολη χρήση του, ως αξιόπιστο μέσο ανταλλαγής.
- Μπορεί να μετριαστεί με επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα.
- Υπερβολική επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, δημιουργεί πληθωρισμό άρα υπερτιμημένο νόμισμα. Κερδοσκοπία οδηγεί σε εξάντληση συναλλαγματικών αποθεμάτων, επομένως την ΚΤ να εγκαταλείψει την σταθερή ισοτιμία.

3. Συνδυασμος τραπεζικων και νομισματικων κρισεων:

- Obstfeld (1996): ένας αδύναμος τραπεζικός τομέας μπορεί να επισπεύσει μια νομισματική κρίση. Αν η αύξηση της ρευστότητας που συνδέεται με την κυβερνητική διάσωση του τραπεζικού συστήματος δεν συνάδει με μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.
- Miller (1999): υπάρχουσα νομισματική κρίση μπορεί να οδηγήσει σε τραπεζική κρίση.
- McKinnon & Pill (1998): άποψη της κοινής αιτιότητας και της παράλληλης κρίσης

4. Κερδοσκοπική Φούσκα

Βασικές αιτίες δημιουργίας

- **Η ρευστότητα:** προκαλώντας χαλαρά ή ακατάλληλα πρότυπα δανεισμού από τις τράπεζες
- **Η μαζικοποίηση:** συμπεριφορά αγέλης (Philippas, et al. 2013) οι επενδυτές τείνουν να αγοράζουν ή να πωλούν προς την κατεύθυνση της τάσης της αγοράς.
- **Ο Ηθικός Κίνδυνος (moral hazard):** Γνωρίζοντας πολλές φορές μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οίκοι ότι θα υπάρξει σχέδιο διάσωσης τους σε περίπτωση που δεν πάνε τα πράγματα καλά αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο ωθώντας κεφάλαια σε μια αγορά.
- **Άλλα πιθανά αίτια:** πληθωρισμός. Οι φούσκες αντιπροσωπεύουν μια αύξηση της θεμελιώδους αξίας, που πρέπει τελικά να επιστρέψει στην αρχική αξία. άποψη σύμφωνα ότι φούσκες αναγκαίες συνέπειες παράλογης αποτίμησης στοιχείων Ενεργητικού.



11.2 Διακρίσεις Χρέους

- **Δημόσιο χρέος:** το σύνολο οφειλών του ευρύτερου δημόσιου τομέα στον οποίο συμπεριλαμβάνονται όλα τα επίπεδα δημόσιας διοίκησης ενός κράτους.
- Εξυπηρέτηση με:
 - Την αύξηση των φόρων
 - Τη σύναψη εσωτερικού ή εξωτερικού δανείου
 - Την έκδοση νέου χρήματος
 - Την πώληση δημόσιας περιουσίας
 - Την πραγματοποίηση ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ ανώτερων από τους αντίστοιχους του δημοσίου χρέους και των δημοσίων ελλειμμάτων.
- **Ιδιωτικό χρέος:** σύνολο των οφειλών σε χρηματικές μονάδες του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή νοικοκυριών, τραπεζών και επιχειρήσεων.
- **Παγκόσμιο χρέος** σύνολο των εθνικών χρεών, δηλαδή σύνολο χρημάτων που κάθε χώρα χρωστάει.

11.3 Οίκοι Αξιολόγησης

- Διαδικασίες και Μέθοδοι για αξιολογήσεις φερεγγυότητας ποικίλλουν ευρέως μεταξύ οίκων αξιολόγησης. Κυρίαρχη εκτίμηση στοχεύει μέτρηση κίνδυνου ότι μια κυβέρνηση μπορεί να προκαθορίσει από μόνη της τις υποχρεώσεις, σε τοπικό, είτε σε ξένο νόμισμα, λαμβάνοντας υπόψη δυνατότητα και προθυμία κυβέρνησης να ξεπληρώσει το χρέος έγκαιρα (Cantor, 2004).
- Εστιάζουν σε παραμέτρους κινδύνου διαφορετικής βαρύτητας:
 - (i) οικονομικοί (ii) πολιτικοί παράγοντες (iii) δημοσιονομική και νομισματική ευελιξία και (iv) το βάρος του χρέους.
- Μικρός αριθμός μεταβλητών μπορεί να εξηγήσει το 90% της μεταβολής στις εκτιμήσεις:
 - Κατά κεφαλήν ΑΕΠ
 - Μεγέθυνση του ΑΕΠ
 - Πληθωρισμός
 - Ο λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ
 - Ο λόγος των ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων προς τις εισαγωγές
 - Επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης

11.3 Κλίμακες των Οίκων Αξιολόγησης

ΓΡΑΦΗΜΑ 11.1 Οι κλίμακες αξιολόγησης στις τρείς εταιρείες

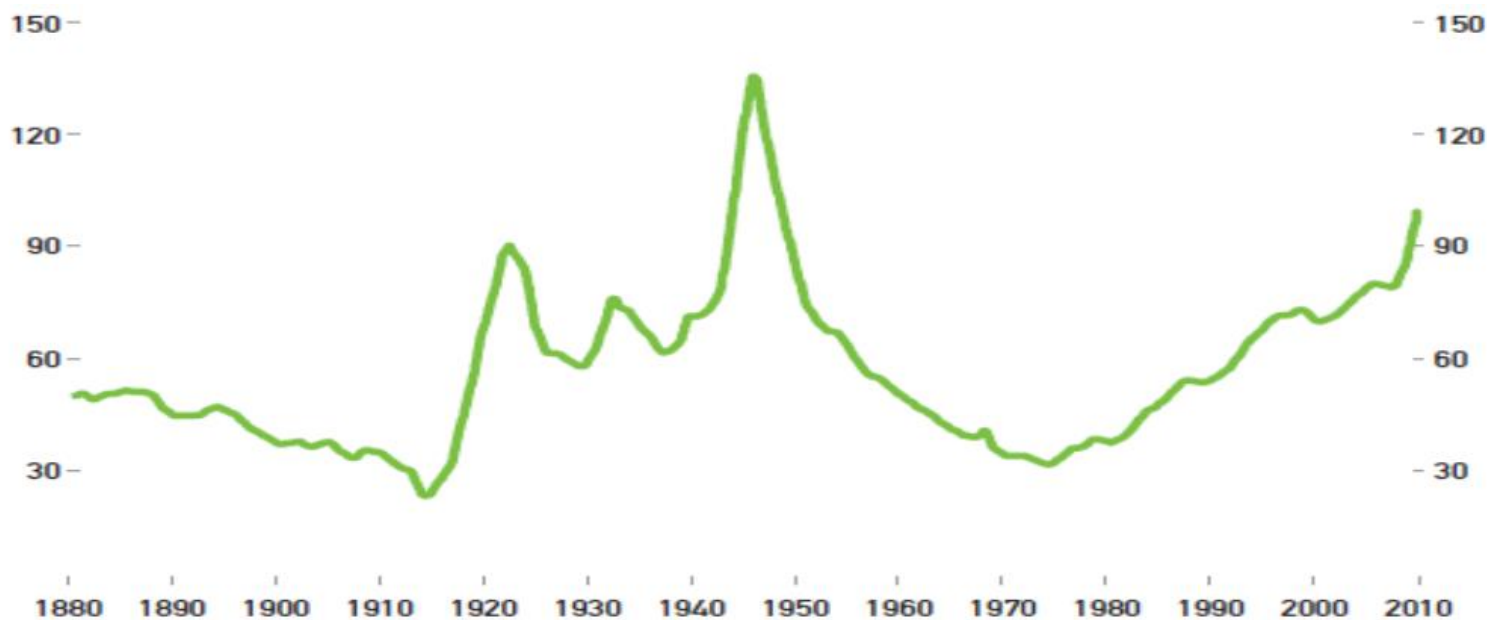
Moody's	Standard and Poor's	Fitch	Πιστοληπτική Ικανότητα		
Aaa	AAA	AAA	Υψηλή πιστοληπτική ικανότητα		
Aa1	AA+	AA+			
Aa2	AA	AA			
Aa3	AA-	AA-			
A1	A+	A+			
A2	A	A			
A3	A-	A-			
Baa1	BBB+	BBB+			
Baa2	BBB	BBB			
Baa3	BBB-	BBB-			
Ba1	BB+	BB+			
Ba2	BB	BB			
Ba3	BB-	BB-			
B1	B+	B+			
B2	B	B			
B3	B-	B-			
Caa1	CCC+	CCC			
Caa2	CCC				
Caa3	CCC-				
Ca	CC				
	C	DDD	Χρεοκοπία		
C	D				
/					
/					

11.3 Χρέος αναπτυγμένων Vs αναπτυσσόμενων, Δημόσιο χρέος των G20

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.1 Χρέος αναπτυγμένων έναντι αναπτυσσόμενων χωρών

	Απόλυτες Τιμές	Χρέος ως % του ΑΕΠ
Παγκόσμιο Χρέος	223.3 τρις \$	313%
Χρέος Αναπτυγμένων Χωρών	157 τρις \$	357%
Χρέος Αναπτυσσόμενων Χωρών	66.3 τρις \$	224%

Πηγή: IMF



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.2 Δημόσιο Χρέος των G-20 ως % του ΑΕΠ τους (1880-2010)

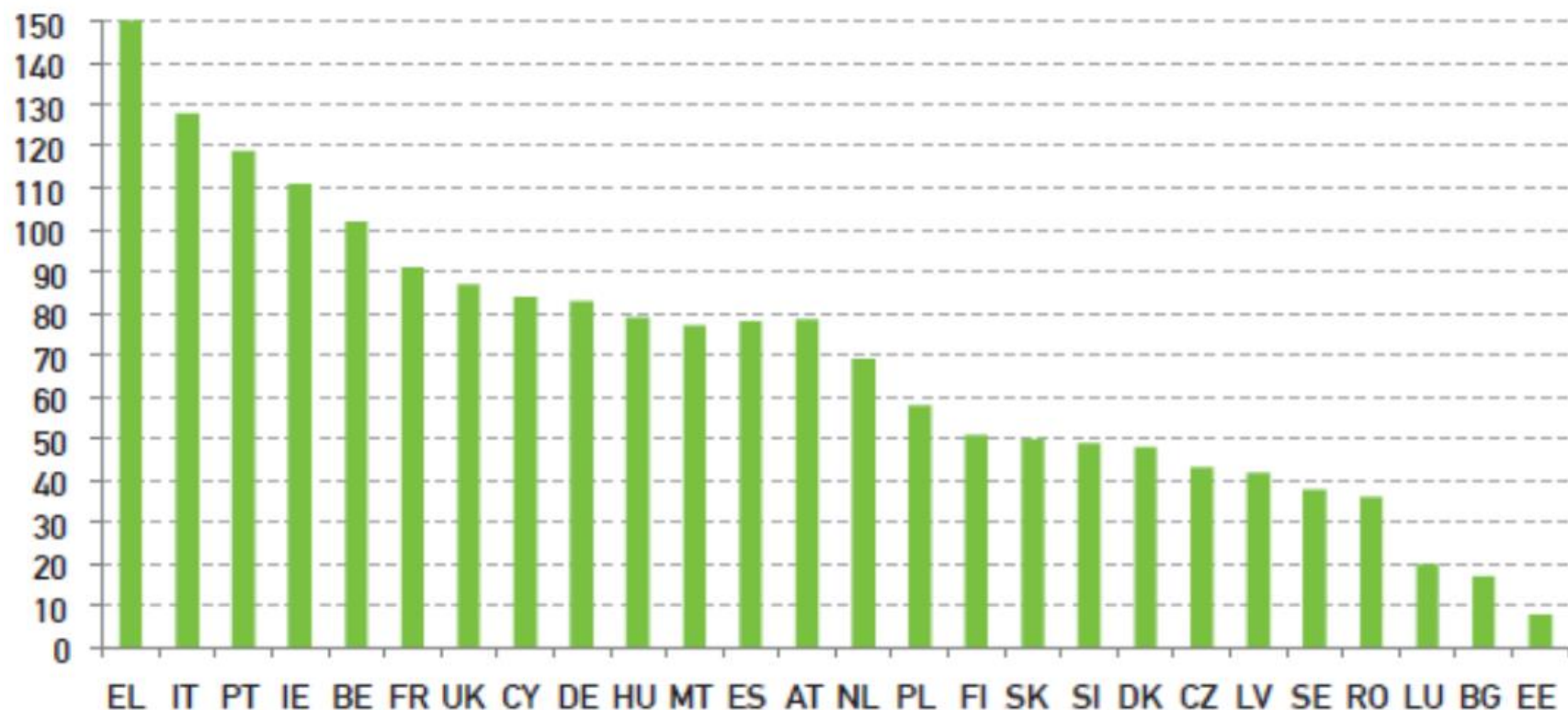
Πηγή: Abbas et al. (2010)

11.3 Παγκόσμιος Χάρτης Χρέους 1932 vs 2009



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.3 Ο χάρτης χρέους του πλανήτη το 1932 και το 2009 (174 χώρες / μέλη του Δ.Ν.Τ.)
Πηγή: IMF (2011)

ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ ΧΩΡΕΣ Ε.Ε.



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.4

Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ για χώρες της Ε.Ε.

Πηγή: Eurostat (2012)

11.3 Σχέση Δημόσιου Χρέους με Ανάπτυξη

Dessy & Vencatachellum (2007): μείωση χρέους συσχετίζεται με αύξηση στην αναλογία των δημοσίων δαπανών στην Αφρική.

Μείωση χρέους δεν επιδρά θετικά μόνο σε κρατικό τομέα, αλλά και σε ιδιωτικό. Υψηλό επίπεδο χρέους: καταστροφικό για δανεισμό ιδιωτικού τομέα εξαιτίας υψηλών ονομαστικών επιτοκίων και υψηλού πριμ κινδύνου.

Κυβερνήσεις: εσωτερικός δανεισμός για εξυπηρέτηση χρέους τους: φαινόμενο εκτοπισμού (crowding-out) του ιδιωτικού τομέα, προτίμηση τραπεζικού συστήματος αντί κρατικών ομολόγων.

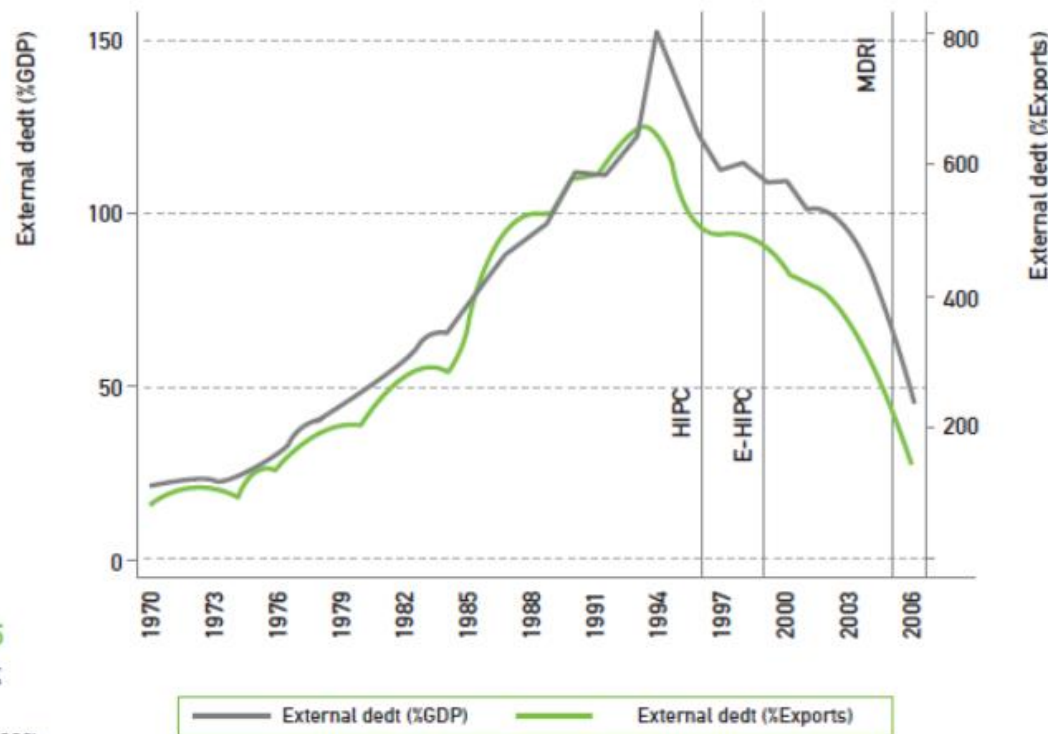
11.3 Το πρόβλημα του παγκόσμιου χρέους

Less Developed Countries (LDCs) χώρες μεσαίου εισοδήματος βρέθηκαν να οφείλουν:

Στους εαυτούς τους (εσωτερικό χρέος στο νόμισμα της χώρας) επειδή κυβερνήσεις εξοφλούσαν τα ομόλογα τους εκδίδοντας νέο χρήμα.

Σε ξένες κυβερνήσεις και διεθνείς οργανισμούς.

Σε εμπορικές Τράπεζες (όπου οι χορηγήσεις δανείων υπερβαίνουν πολύ την έκδοση ομολόγων).



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.5
Εξωτερικό Χρέος
των HIPCs
Πηγή: Presbitero (2009)

11.3 Δανειακή έκθεση τραπεζών των ΗΠΑ στη Λατινική Αμερική την δεκαετία του 1980

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.2 Η έκθεση των αμερικανικών τραπεζών σε 5 χώρες της Λατινικής Αμερικής δάνεια ως ποσοστό του τραπεζικού κεφαλαίου.

Manufacturers Hanover	262,8
Crocker National	196,0
Citibank	174,5
Chemical	169,7
Bank of America	158,2
Chase Manharran	154,0
Bankers Trust	141,2
Morgan Guaranty	140,7

Πηγή: Pilbeam (2006)

11.3 Αίτια Ανάπτυξης του Παγκόσμιου Χρέους (1)

1. Οι επενδύσεις για τη διαρθρωτική προσαρμογή.

Υιοθέτηση πολιτικής υποκατάστασης των εισαγωγών και της εκβιομηχάνισης.

2. Οι τράπεζες ήταν πρόθυμες να δανείσουν λόγω κυρίως:

- Καταστροφικής μυωπίας μη βλέποντας δηλαδή τους κινδύνους μπροστά.
- Υποεκτίμηση κινδύνου λόγω ελλιπούς πληροφόρησης σχετικά με την πορεία των οικονομικών μιας χώρας (πχ Μεξικό).
- Επανάπαυση στην στήριξη κυβερνήσεων και διεθνών οργανισμών

3. Η κρίση του πετρελαίου το 1973.

Οδήγησε σε υπερβολική αύξηση επιπέδων εξωτερικού χρέους

11.3 Αίτια Ανάπτυξης του Παγκόσμιου Χρέους (2)

4. Ο πληθωρισμός και τα επιτόκια.

Σφιχτές αντιπληθωριστικές πολιτικές ΗΠΑ: ανατίμηση του δολαρίου άρα ζημιές LDCs επειδή χρέος τους σε \$ και εξαγωγές τους εξαρτιόνταν από πορεία άλλων νομισμάτων.

5. Αργή ανάπτυξη κατά το 1970 και το 1980.

Αύξηση των τιμών του πετρελαίου, πτώση τιμών γεωργικών προϊόντων στις αναπτυσσόμενες χώρες, συνεπώς πτώση ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, άρα χαμηλότερα φορολογικά έσοδα.

6. Μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Πιο δαπανηρή εξυπηρέτηση χρέους χωρών.

7. Σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.

Η προσπάθεια να διατηρηθεί σταθερή μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση (πχ. Αργεντινή).

11.3 Αιτίες Κρίσεων Εσωτερικού Χρέους

- 1) Μηχανισμός υπερβολικής επένδυσης και υπερ-δανεισμού.
- 2) Υπερτίμηση εγχώριων νομισμάτων και μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών.
- 3) Μεγάλη αναλογία του εξωτερικού χρέους ως προς το ΑΕΠ και τις εξαγωγές.
- 4) Κακή εταιρική και οικονομική διακυβέρνηση.

Άλλοι σημαντικοί παράγοντες:

- Επιδείνωση των όρων εμπορίου.
- Έλλειψη διαφάνειας στις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και εταιρειών.
- Πλημμελής εποπτεία και ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Σύνθεση του εξωτερικού χρέους και των βραχυπρόθεσμων εξωτερικών χρεών.
- Άκαμπτη αγορά εργασίας και ανεπαρκές εκπαιδευτικό σύστημα.
- Ο ηθικός κίνδυνος από την πλευρά των διεθνών δανειστών.
- Αποτυχία της πολιτικής της κυβέρνησης στο χειρισμό των οικονομικών κύκλων και υψηλός βαθμός ακαμψίας στην αγορά εργασίας.
- Υψηλό κόστος και χαμηλή αποδοτικότητα της οικονομίας.
- Διαδεδομένη διαφθορά.

11.3 Νέες Πολιτικές Αντιμετώπισης Χρέους μετά το 1990

- Πωλήσεις χρέους τοις μετρητοίς με καταβολή σκληρού νομίσματος από τράπεζα ή άλλο αγοραστή.
- Ανταλλαγή δανείου με δάνειο μεταξύ τραπεζών προκειμένου να ικανοποιηθούν διαφορετικές προτιμήσεις έκθεσης δανεισμού.
- Ανταλλαγή χρέους με ομόλογα (πχ. Μεξικό).
- Ανταλλαγές χρέους με μετοχές και ιδιωτικοποίηση.
- Ανταλλαγές χρέους με φύση (πχ. Βολιβία).
- **Επαναδιαπραγμάτευση χρέους:** προσωρινή λύση
- **Κλειδί: Η αύξηση της παραγωγικότητας** για την εξυπηρέτηση ενός βιώσιμου χρέους. Προς αυτή την κατεύθυνση ίσως βοηθούσε περισσότερο το λιγότερο χρέος και οι περισσότερες μετοχές.

11.3 Συμπεράσματα για Κρίσεις Χρέους

Λύσεις: βραχυπρόθεσμες ή μόνιμες.

- Σε χώρα με μεγάλο δημόσιο χρέος, μειώνονται ή αναβάλλονται οι επενδύσεις, επηρεάζεται αρνητικά η μακροοικονομική σταθερότητα.
- Σημαντικός Παράγων: εσωστρεφείς ή μη οικονομίες, δυνατότητα κοπής νέου χρήματος, δυνατότητα υποτίμησης εγχώριου νομίσματος

11.4 ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- Ινδονησία, Μαλαισία, Ταϊλάνδη, Κορέα και Φιλιππίνες

Βασικές αιτίες

- Μη ορθολογική αξιοποίηση εισροών, ενώ έπαιξε ρόλο η έντονη παρεμβατικότητα κυβερνήσεων.
- Εισερχόμενο κεφάλαιο όχι πλήρης αξιοποίηση μέσω μηχανισμών της αγοράς αλλά μέσω πολιτικών συμφερόντων και μονοπωλιακών κέντρων (crony capitalism).
- Δυσανάλογα μεγάλη συσσώρευση κεφαλαίου: φούσκα τιμών ακίνητων.

11.4 Αντιμετώπιση Ασιατικής Κρίσης μέσω Δ.Ν.Τ.

3 προγράμματα με: Ταϊλανδή, Ινδονησία, Ν. Κορέα. Μαλαισία αρνήθηκε εξωτερική βοήθεια.

1. Ταϊλάνδη: Υπογράφηκε πρόγραμμα 34 μηνών ύψους 17,2 δις \$ στις 20 Αυγούστου στο οποίο το Δ.Ν.Τ. συνέβαλε με το ποσό των 4 δις \$. Το υπόλοιπο ποσό προήλθε από την παγκόσμια τράπεζα και άλλες χώρες.

2. Ινδονησία: Υιοθετήθηκε πρόγραμμα 36 μηνών στις 31 Οκτωβρίου ύψους 40 δις \$ (το Δ.Ν.Τ. παρείχε 10 δις \$).

3. Ν. Κορέα: Υπογράφηκε πρόγραμμα 36 μηνών στις 4 Δεκεμβρίου ύψους 57 δις \$ (το Δ.Ν.Τ. παρείχε 21 δις \$).

Προϋποθέσεις από Δ.Ν.Τ.

- Σφιχτή δημοσιονομική πολιτική, περιορισμός ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών μέσω αύξησης φορολογίας, σταθεροποίηση συναλλαγματικών ισοτιμιών και πληθωρισμού με άνοδο επιτοκίων.
- Αναδιάρθρωση τραπεζικού συστήματος με εισαγωγή ρυθμίσεων, δημιουργία εποπτικών αρχών και αναστολή της λειτουργίας “προβληματικών” τραπεζών για μη περαιτέρω εξάπλωση κρίσης.
- Περιορισμός του δανεισμού.
- Μεταρρυθμίσεις στον ιδιωτικό τομέα. Άρση μονοπωλίων και εμποδίων με είσοδο ξένων εταιριών και τραπεζών.
- Ευελιξία εργασιακών σχέσεων, κατάργηση πλαισίου προστασίας δικαιωμάτων εργαζομένων

11.4 Ρυθμοί Αύξησης real GDP per capita ΝΑ Ασία

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.4 Ρυθμοί αύξησης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε επιλεγμένες χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας

	1950-73	1973-96
Χονγκ Κονγκ	5,5	5,1
Σιγκαπούρη	4,3	6,1
Ιαπωνία	8	2,5
Ν. Κορέα	5,2	6,8
Ταϊβάν	6,2	6,1
Ταϋλάνδη	3,2	5,6
Ινδονησία	2,5	3,6
Μαλαισία	2,8	4
Φιλιππίνες	1,8	0,8

Πηγή: Craft (1999).

11.4 Εξωτερική Χρηματοδότηση στην Ασία

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.5 Η εξωτερική χρηματοδότηση σε 5 ασιατικές οικονομίες*, 1994-98(σε δις \$)

	1994	1995	1996	1997	1998
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0	17,6
Καθαρές εξωτερικές χρηματοροές	47,4	80,9	92,8	15,2	15,2
Καθαρές ιδιωτικές χρηματοροές	40,5	77,4	93,0	-12,1	-9,4
Επενδύσεις σε μετοχικό κεφαλαίο	12,2	15,5	19,1	-4,5	7,9
Ιδιώτες πιστωτές	28,2	61,8	74,0	-7,6	-17,3
Τράπεζες	24,0	49,5	55,5	-21,3	-14,1
Ιδιώτες εκτός τραπεζικού συστήματος	4,2	12,4	18,4	13,7	-3,2

Σημείωση: *Οι 5 ασιατικές οικονομίες είναι οι χώρες Ινδονησία, Μαλαισία, Κορέα, Ταϊλάνδη και Φιλιππίνες.

Πηγή: Institute of International Finance

11.4 Κρίση Χρέους Μεξικό

- Μέχρι μέσα δεκαετία 1970 Μεξικό εξαγωγέας πετρελαίου => μεγάλα οφέλη από ↑ τιμών πετρελαίου 73-74 και 79
- Η Μεξικάνικη κυβέρνηση κατείχε βιομηχανία πετρελαίου => κέρδη στην κυβέρνηση => ↑ δημοσίων δαπανών ↑ δημοσιονομικών ελλειμμάτων => ↑ ρυθμούς Οικονομικής ανάπτυξης
- Μετά το πάθημα του 73-74 οι αναπτυγμένες χώρες προσπάθησαν να μειώσουν την εξάρτηση τους στις πετρελαιοπαραγωγές έτσι το 79 η ζήτηση ήταν περισσότερο ελαστική το 79
- Η παγκόσμια ύφεση που ακολούθησε => ↓ στην ζήτηση πετρελαίου και ο σχετικά υψηλός πληθωρισμός (27% 81) έκανε το Peso υπερτιμημένο σε σχέση με το \$ που ήταν συνδεδεμένο. Έτσι:
 - Ανατίμηση του Peso
 - Το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα (16.2% του ΑΕΠ το 82)
 - Η ↓ τιμών πετρελαίου
 - ⇒ Ελλειμματικό Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 81, 82 για Μεξικό
 - ⇒ Κερδοσκοπία => ↓ Peso αλλά όχι ↓ δημοσιονομικό έλλειμμα και νομισματική ανάπτυξη => ↑ πληθωρισμού => ↑ ελλείμματος => άρση εμπιστοσύνης τραπεζών όχι άλλα δάνεια =>

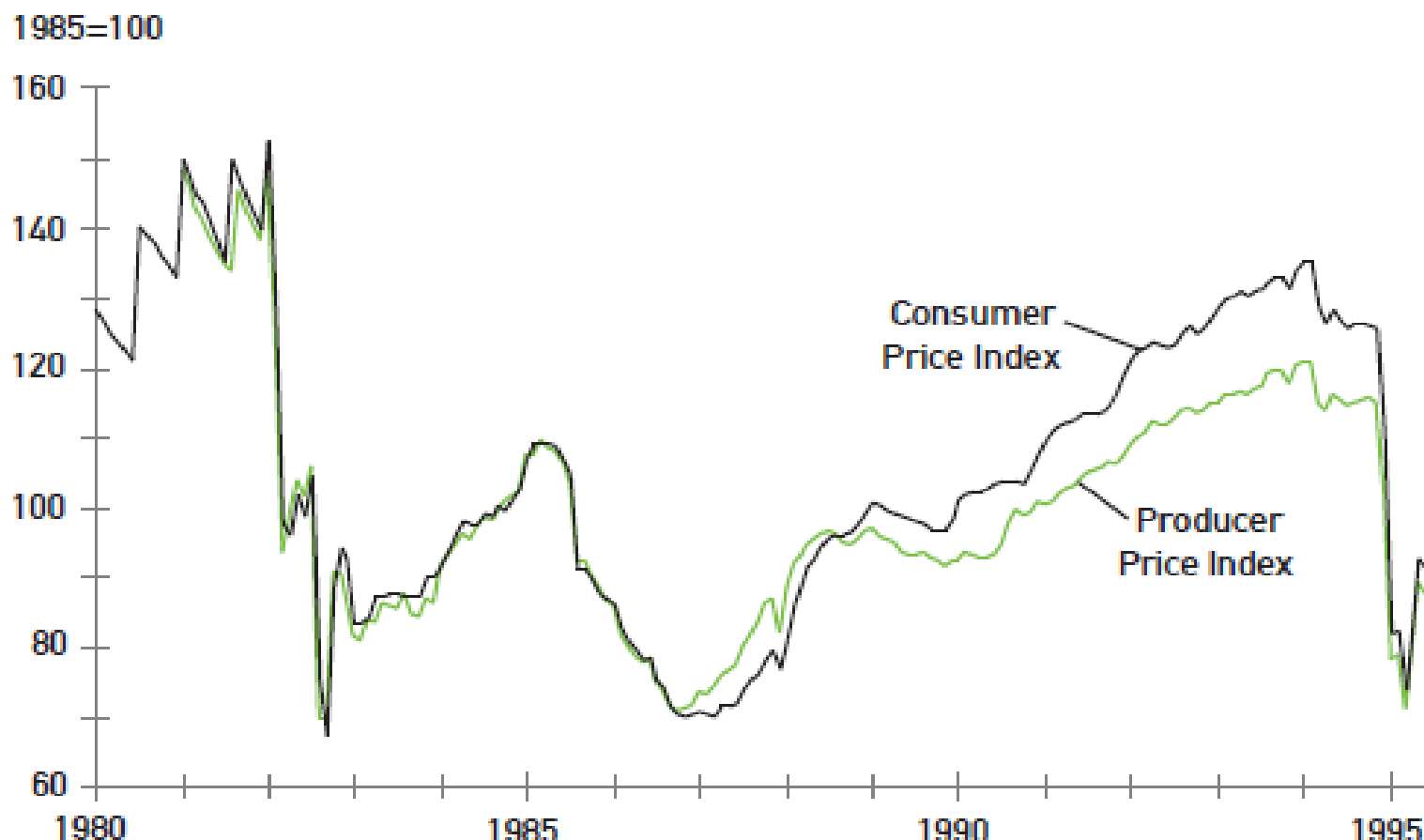
11.4 Κρίση Χρέους Μεξικό

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.3 Το χρέος χωρών της Λατινικής Αμερικής σε εκατ. \$.

	Argentina	Brazil	Maxico	Venezuela
1972	6.028	10.165	7.028	1.712
1973	6.429	12.939	8.999	1.891
1974	6.789	19.416	11.946	1.784
1975	6.874	23.737	15.609	1.494
1976	8.258	29.031	20.520	3.311
1977	11.445	41.397	31.189	10.727
1978	13.276	53.614	35.732	16.568
1979	20.950	60.419	42.828	23.896
1980	27.157	70.838	57.378	29.310
1981	35.657	80.643	78.215	32.093
1982	43.634	92.221	86.019	32.094

Πηγή: World Debt tables 1989-90, p 59

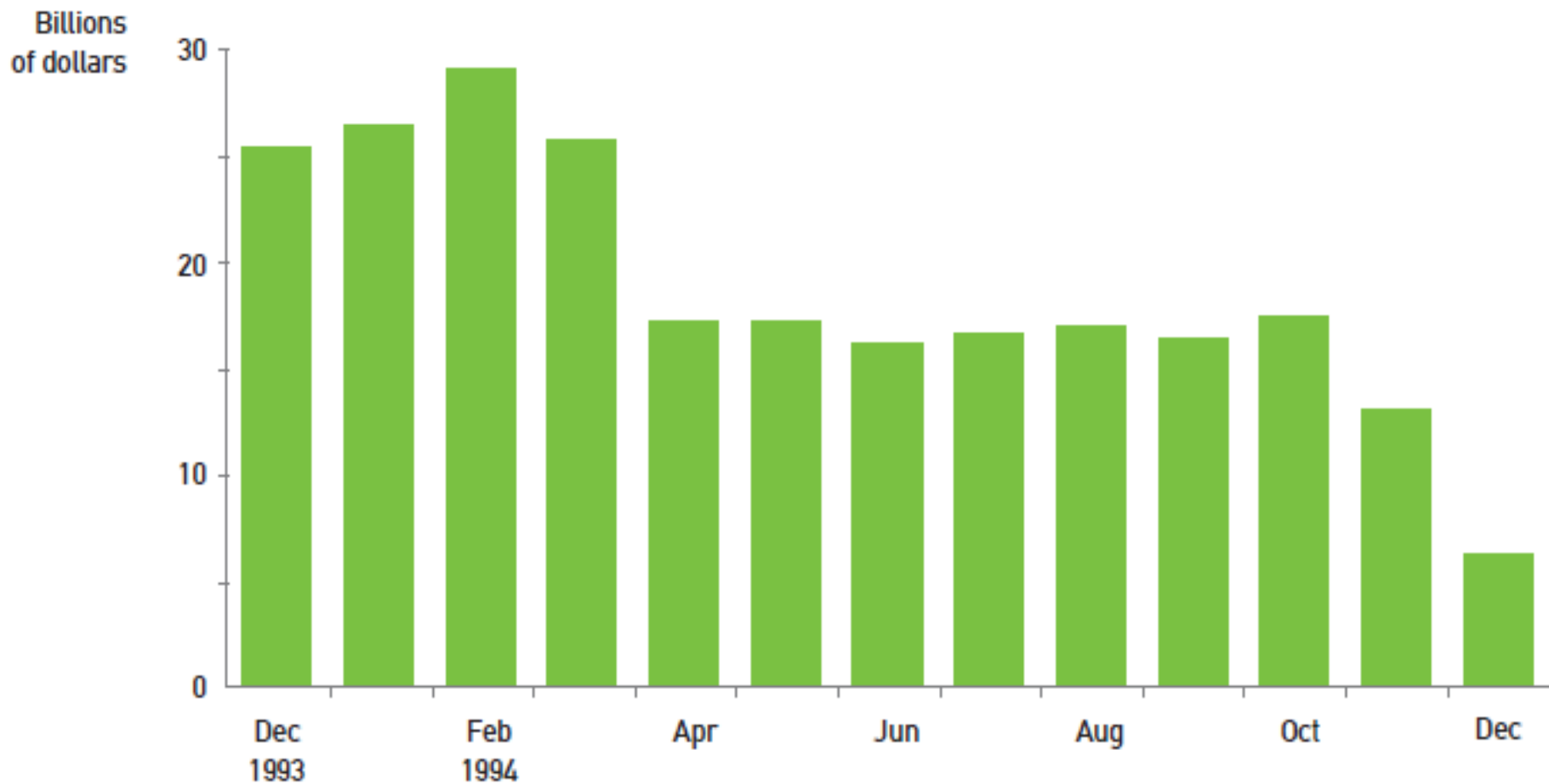
11.4 Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία Πέσο



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.6 Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του Peso

Πηγή: IMF, IFS, US Department of Commerce

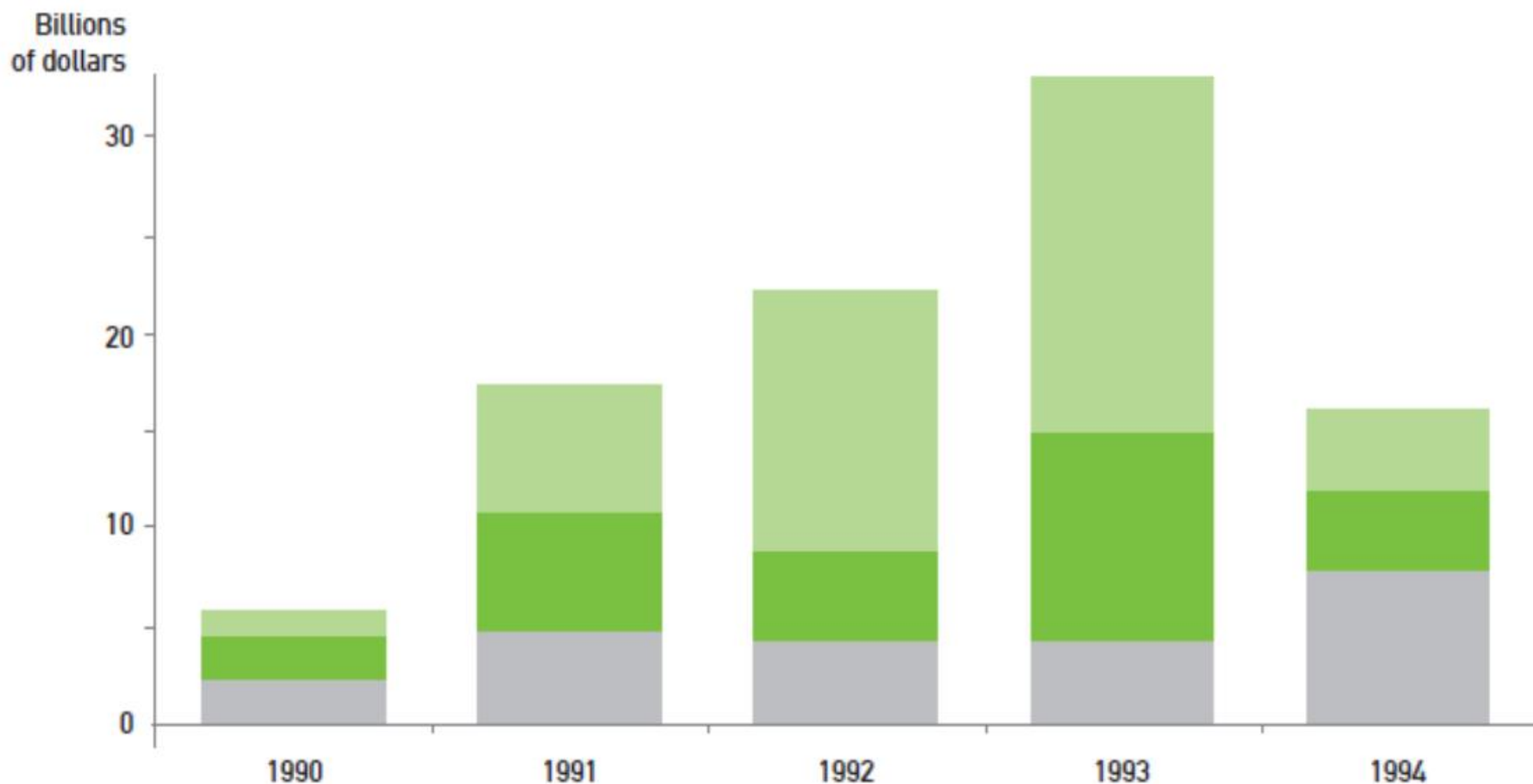
11.4 Διεθνή Συναλλαγματικά Διαθέσιμα του Μεξικό



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.7 Διεθνή συναλλαγματικά διαθέσιμα του Μεξικό (Δεκ93-Δεκ 94)

Πηγή: IMF, IFS.

11.4 Ροή Ξένων Επενδύσεων από εξωτερικό στο Μεξικό



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.8 Ροή ξένων επενδύσεων από το εξωτερικό στο Μεξικό
Πηγή: Bancode Mexico

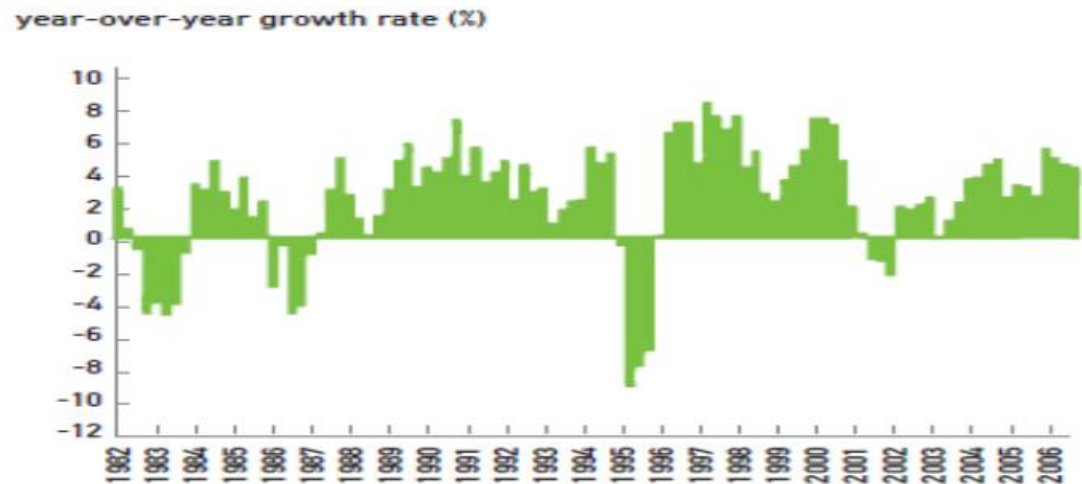
11.4 Κρίση Χρέους Μεξικού: Αντιμετώπιση

Διαρθρωτικές Αλλαγές για αντιμετώπιση Κρίσης:

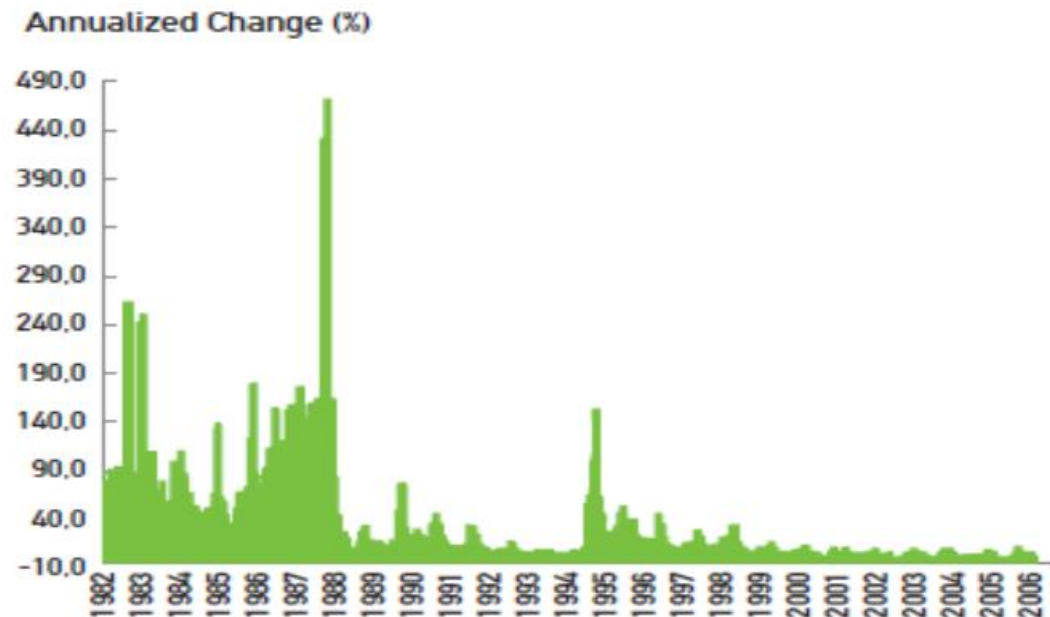
- **Στήριξη Τραπεζικού Συστήματος:** «παράθυρο ρευστότητας»
- **Δημοσιονομική πολιτική:** μείωση κρατικών δαπανών, αύξηση φόρων, αύξηση υποτροφιών, στήριξη γεωργίας-κτηνοτροφίας
- **Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις:** ιδιωτικοποίηση τηλεπικοινωνιών, αεροδρομίων λιμανιών και σιδηροδρόμου και στην αύξηση ορίου επενδύσεων από το εξωτερικό.
- **Ουδέτερη μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική πολιτική:** σταθεροποίηση Χρέους, όχι γρήγορη εξισορρόπηση Ισολογισμού, αποδοτικότερες δημόσιες δαπάνες, αύξηση αξιοπιστίας (credibility)

11.4 Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ, Πληθωρισμός

ΓΡΑΦΗΜΑ 11.9
% Ρυθμός ανάπτυξης
πραγματικού ΑΕΠ
Πηγή: Banko De Mexico



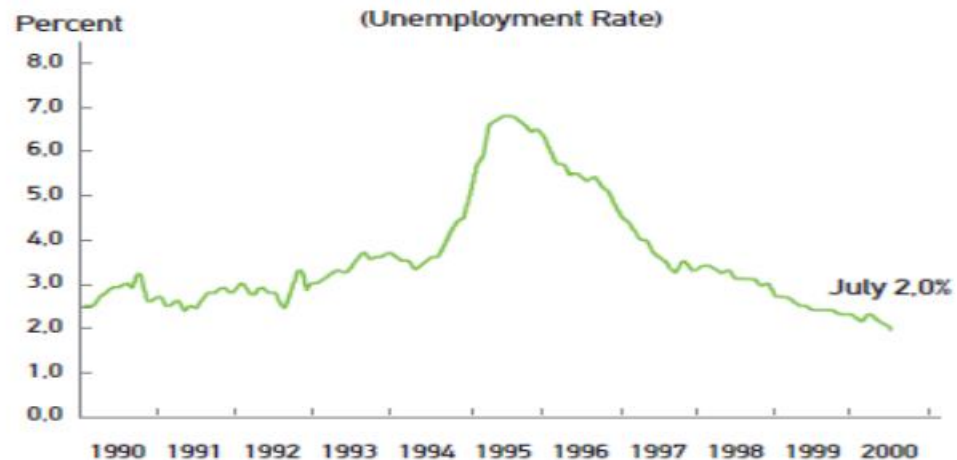
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.10
Πληθωρισμός
Πηγή: Banko De Mexico



11.4 Ανεργία- Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία

ΓΡΑΦΗΜΑ 11.11

% Ανεργίας
Πηγή: OECD

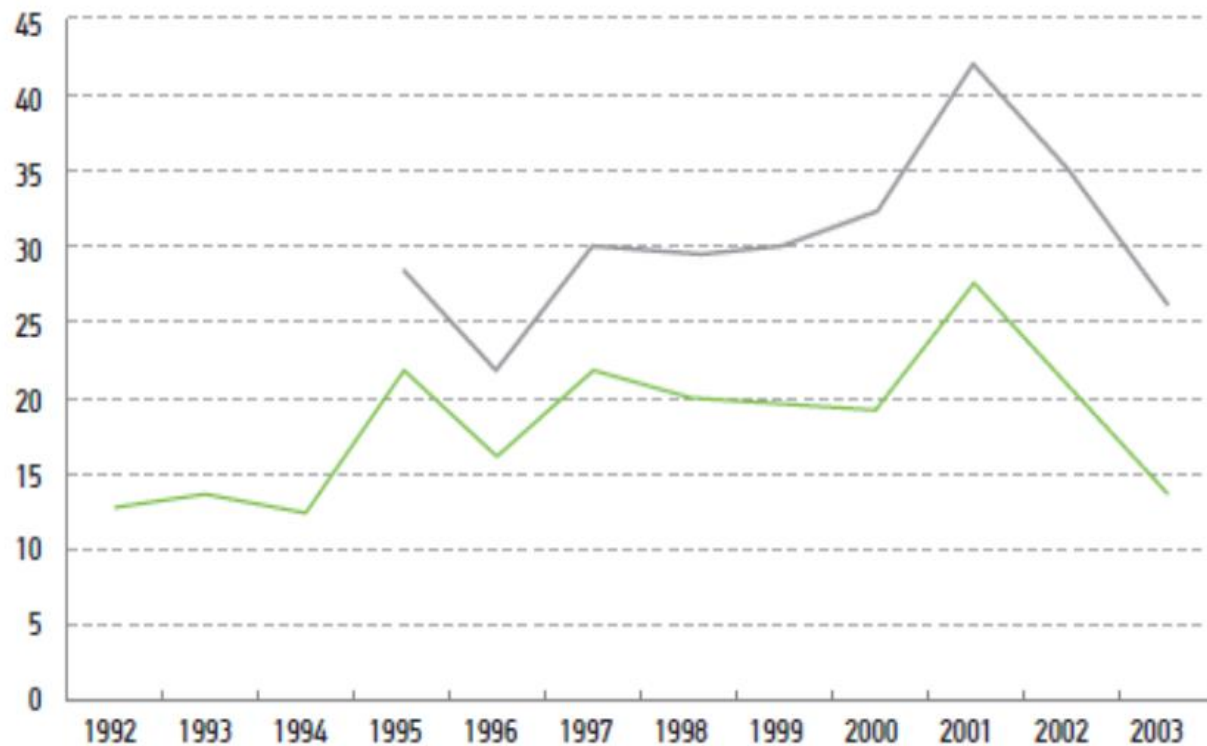


ΓΡΑΦΗΜΑ 11.12

Πραγματική σταθμισμένη
συναλλαγματική ισοτιμία
του Πέσο
Πηγή: OECD

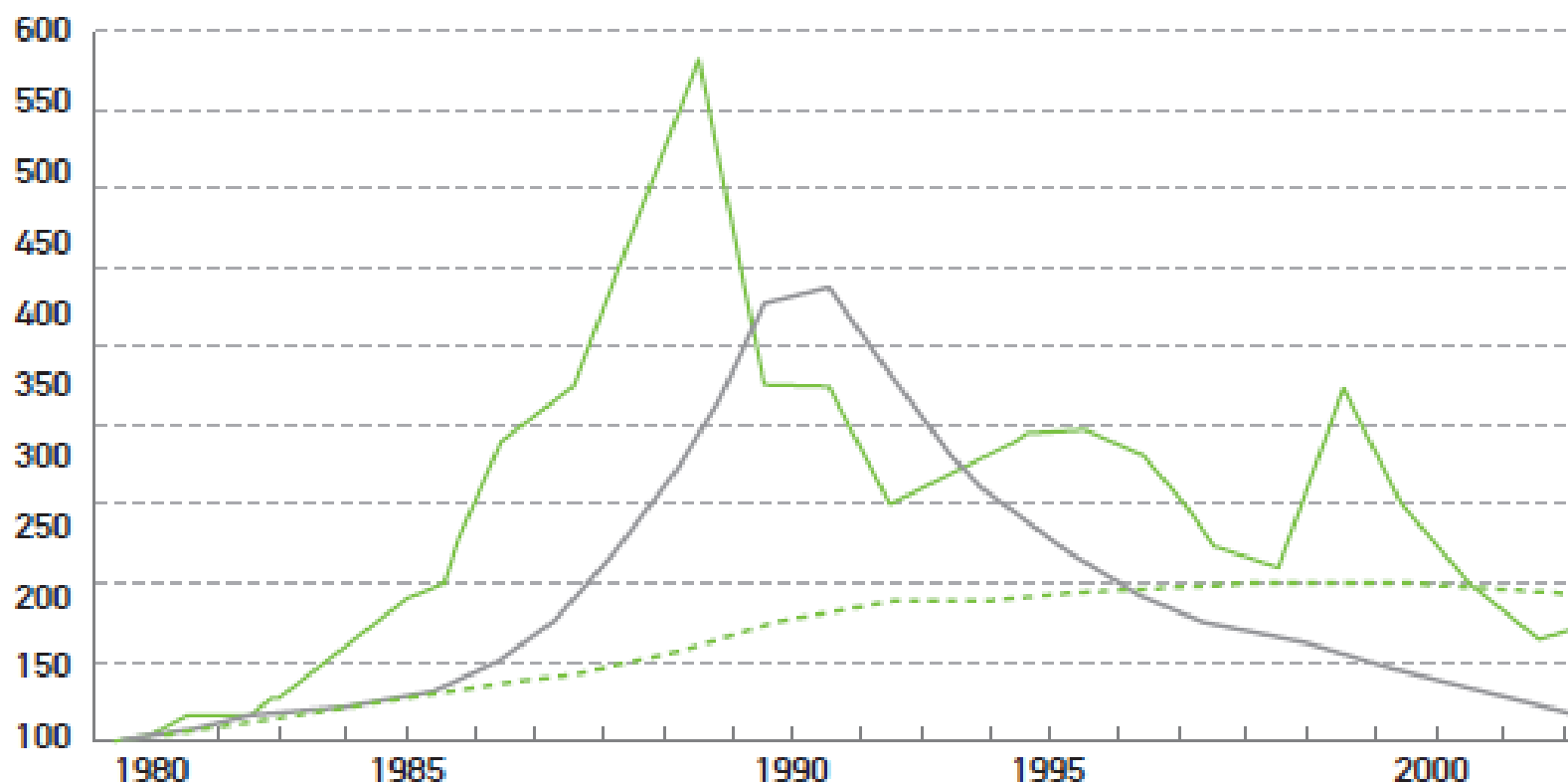


11.4 Η Ιαπωνική κρίση



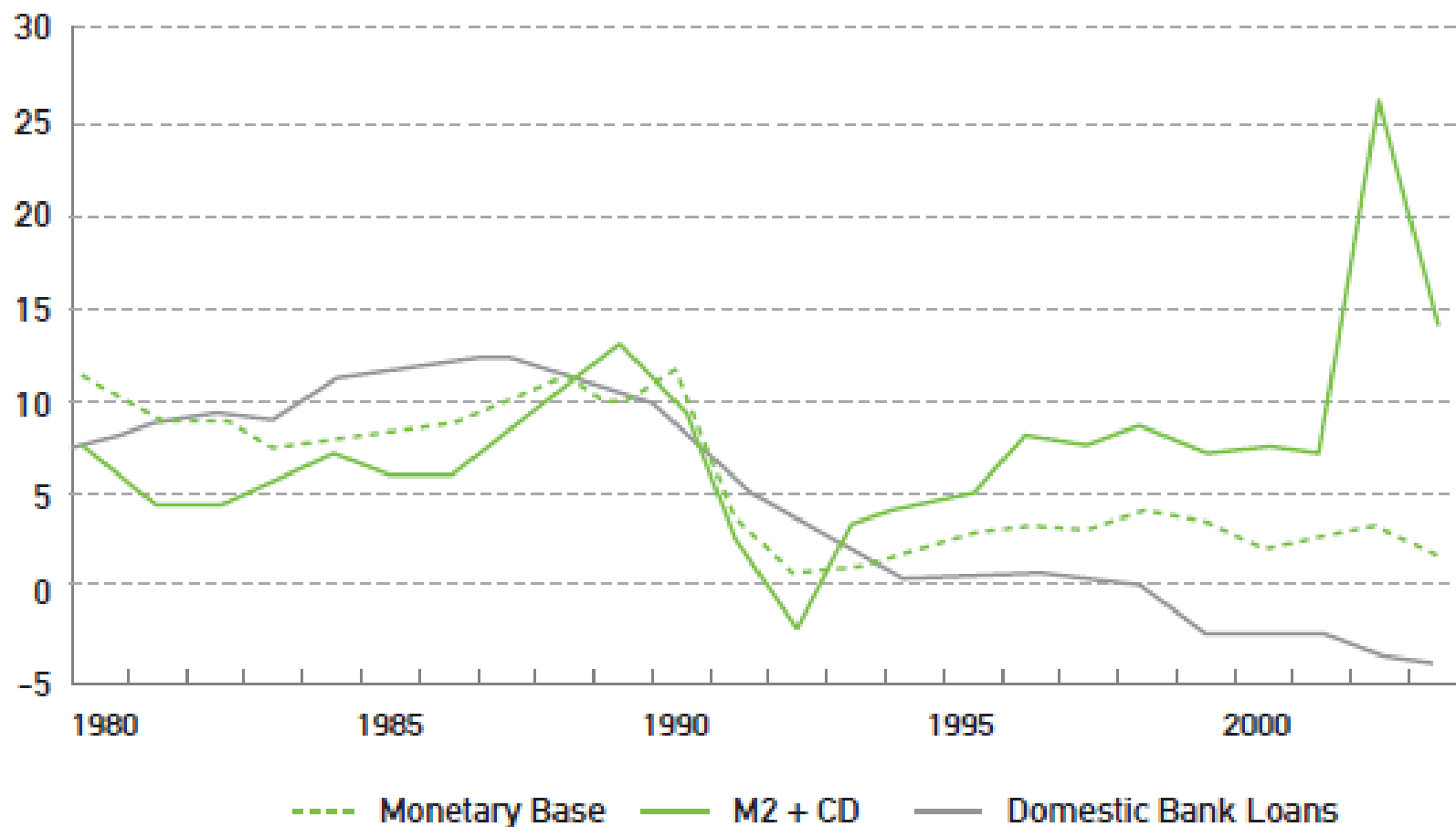
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.13 Επισφαλή δάνεια στην Ιαπωνία σε τρις Yen
Πηγή: BoJ

11.4 Εξέλιξη τιμών ακινήτων, μετοχών, ονομ. ΑΕΠ στην Ιαπωνία



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.14 Εξέλιξη τιμών ακινήτων, μετοχών και ονομαστικού ΑΕΠ 1980-2003 στην Ιαπωνία
Πηγή: Japan Real Estate Institute, Tokyo Stock Exchange, Cabinet Office

11.4 Εξέλιξη Προσφοράς Χρήματος και Δανείων στην Ιαπωνία



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.15 Εξέλιξη προσφοράς χρήματος και δανείων 1980-2003 στην Ιαπωνία

Πηγή: BoJ

11.4 Βασικές Αιτίες Ιαπωνικής Τραπεζικής Κρίσης

1. Αύξηση των εμπορικών τραπεζικών δανείων με υψηλό ρίσκο.

- Απελευθέρωση κεφαλαιαγορών οδήγησε μεγάλες τράπεζες σε χορήγηση περισσότερων δανείων προς επιχειρήσεις με περιορισμένη πρόσβαση σε διεθνείς και εγχώριες αγορές.
- Αλλαγή πελατειακής σύνθεσης των τραπεζών από μεταποιητικές σε μη-μεταποιητικές επιχειρήσεις.
- Ανεπαρκής προληπτική εποπτεία.

2. Έντονος αρνητικός αντίκτυπος από το σκάσιμο της “φούσκας” και του επακόλουθου αποπληθωρισμού των τιμών, ανέλπιστα υψηλός καθιστώντας τα τραπεζικά δάνεια μη-εξυπηρετούμενα.

3. Καθυστέρηση ανάληψης δράσης από το κράτος για την άμεση αντιμετώπιση του τραπεζικού προβλήματος.

Αιτίες: προσδοκία νέου κύκλου οικονομικής ανάπτυξης, κεϋνσιανή δημοσιονομική πολιτική που συνέβαλε στην επιβίωση αφερέγγυων εταιρειών, έλλειψη εσωτερικής πίεσης

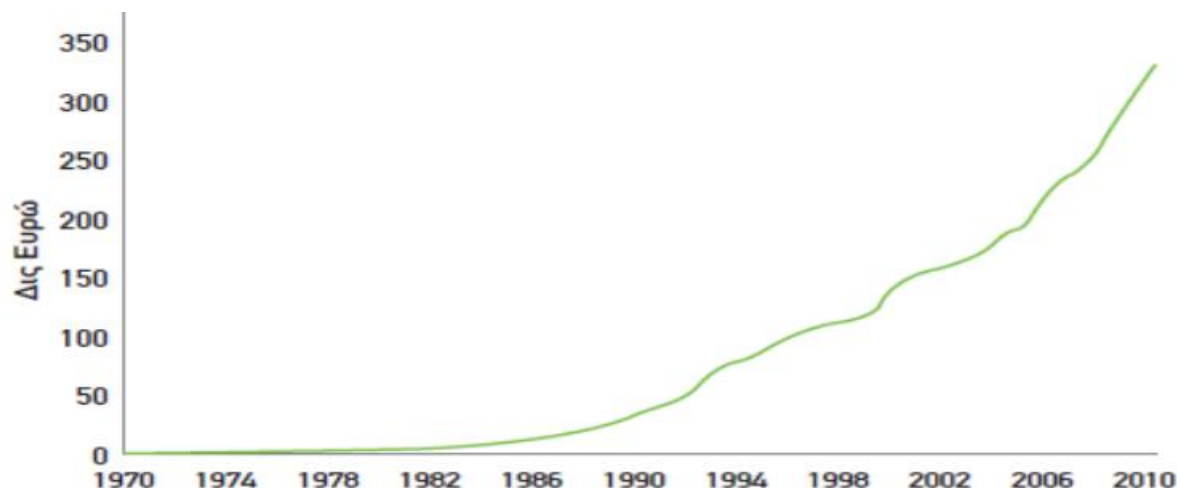
11.4 Πολιτικές Αντιμετώπισης Ιαπωνικής Κρίσης

- Πολιτική Μηδενικού Επιτοκίου, όμως συνεχιζόμενη συρρίκνωση δανείων εμπορικών τραπεζών.
- Αναγκαία η επίλυση προβλημάτων τραπεζικού τομέα. Τράπεζες εμπορικές, απεχθάνονται τον κίνδυνο (risk-averse), έχουν σταματήσει επέκταση δανείων, αύξηση θέσεων τους σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομολόγα (JGBs) ως “ασφαλή στοιχεία ενεργητικού”.
- Ύπαρξη Περιορισμού Διαμεσολάβησης τραπεζών, πιθανότητα πρόκλησης περαιτέρω οικονομικής στασιμότητας και αποπληθωρισμού τιμών εμπορευμάτων.
- Ποσοτική Χαλάρωση Quantitative Easing (QE)

11.4 Κρίση Χρέους: Ελλάδα

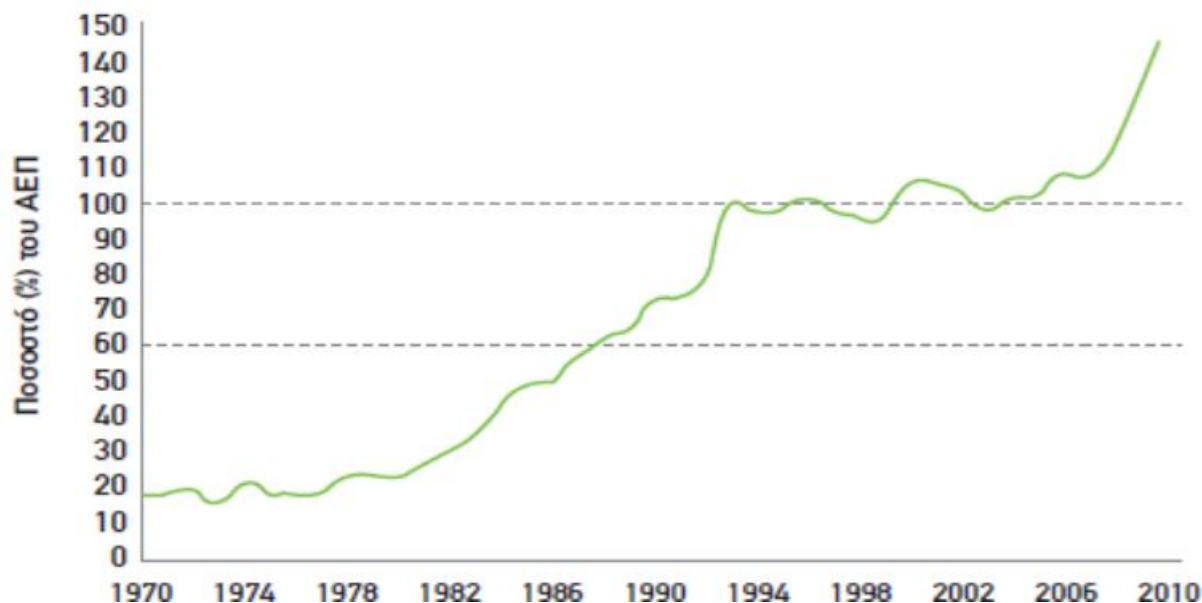
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.17

Χρέος Γενικής Κυβέρνησης
δισ Ευρώ τρέχουσες τιμές
Ελλάδα 1970-2010
Πηγή: AMECO



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.18

Χρέος Γενικής Κυβέρνησης
ως % του ΑΕΠ Ελλάδα
1970-2010
Πηγή: AMECO



11.4 Καθαρό Δημόσιο Χρέος ως % ΑΕΠ

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.7 Καθαρό Δημόσιο Χρέος ως ποσοστό επί του Α.Ε.Π

Έτος	Ελλάδα			Ιταλία	Βέλγιο	Ισπανία
	Εσωτερικό	Εξωτερικό	Σύνολο			
1980	19,8	10,6	30,4	53,6	69,3	7,8
1981	25,2	13,7	38,9	57,8	83,6	11,5
1982	28,3	16	44,3	63,4	92,6	14,1
1983	30,1	22,4	52,5	68,7	103,7	18,1
1984	35,9	28,2	64,1	74,3	108,8	22,6
1985	40,2	36,2	76,4	81,3	112,3	27,5
1986	42,5	35,9	78,4	86,2	116,8	29,8
1987	49,4	34,2	83,6	90,6	121,8	31
1988	57,4	32,5	89,9	92,4	124,5	32,1
1989	62,4	30,6	93	94,6	123,9	30,9

Πηγή: OECD , Economic Outlook, 1990

11.4 Αιτίες Διόγκωσης Ελλην. Δημόσιου Χρέους '80s

Ταυτόχρονη επιδίωξη πολυάριθμων αλληλοσυγκρουόμενων στόχων:

- Αναδιανομή του εισοδήματος
- Διατήρηση υψηλών επιτοκίων
- Ταυτόχρονος έλεγχος πληθωρισμού και δημοσίου χρέους
- Αποβιομηχανοποίηση και παρακμή κλάδου μεταποίησης
- “Αργή διολίσθηση” της δραχμής
- Χαμηλός ρυθμός αποκρατικοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων με χαμηλή απόδοση.

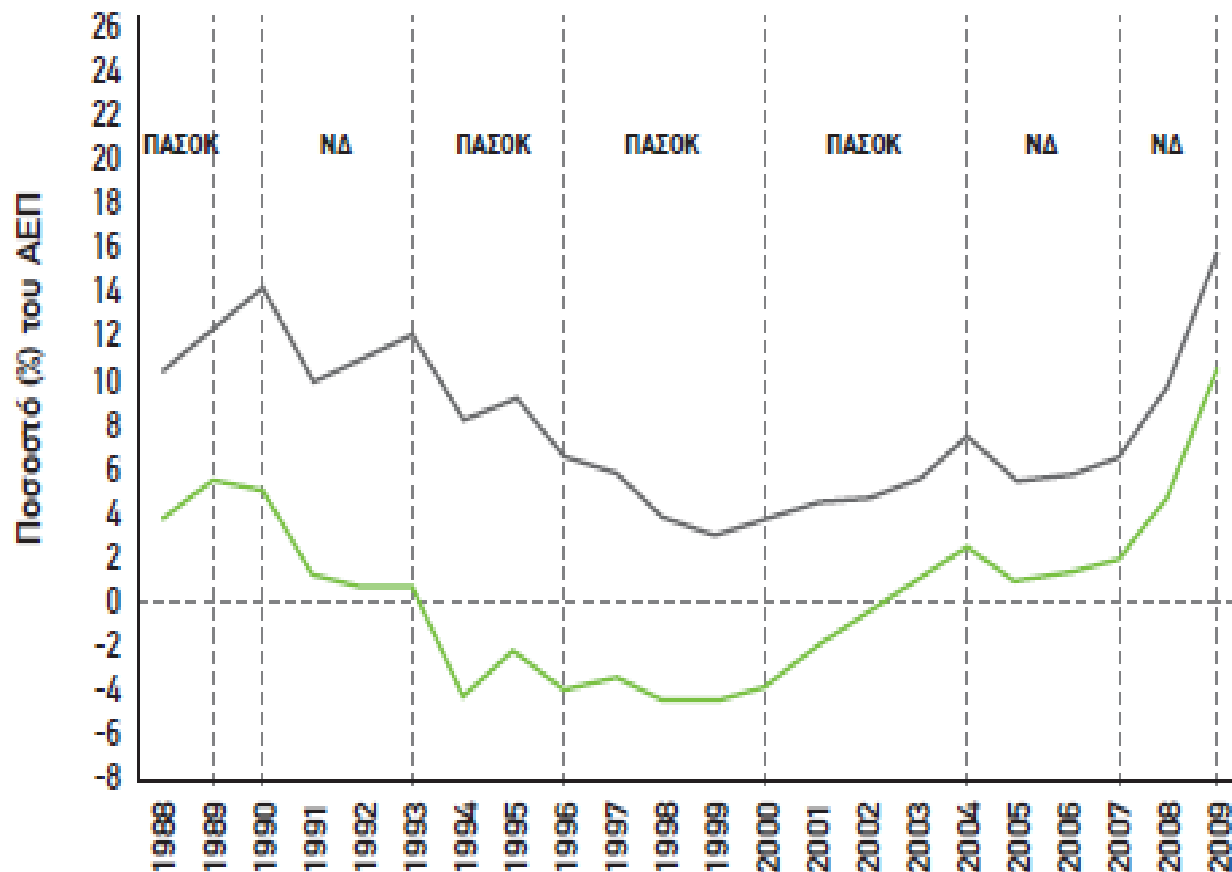
ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΗ:

- Οι πολιτικές που υιοθετούν οι κυβερνήσεις περιορίζουν ή καθυστερούν τις φορολογικές επιβαρύνσεις των ψηφοφόρων τις χρονιές των εκλογών, για να στηρίξουν την επανεκλογή τους
- *Δεκαετία 1990:* Ελλάδα επιχειρεί σύγκλιση οικονομικών στοιχείων της με κρατών της Ευρώπης ώστε είσοδο στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).

Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης ως % ΑΕΠ & Εκλογικός Κύκλος 11.4

ΓΡΑΦΗΜΑ 11.19

Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης
(ως % του ΑΕΠ και εκλογικός
δημοσιονομικός κύκλος 1988-2009.
Πηγή: AMECO



11.4 Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης ως % ΑΕΠ

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.8 Έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του Α.Ε.Π

Χρονολογία	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ευρωπαϊκή Ένωση	0,6	-1,5	-2,6	-3,2	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,9	-6,5	-4,4
Ιρλανδία	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,9	-13,4
Ελλάδα	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4
Ισπανία	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4
Ιταλία	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9
Κύπρος	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
Πορτογαλία	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4

Πηγή: Eurostat 27.11.2012

11.4 Εξελίξεις μετά το 2000

- Αρχές του 2000 η δημοσιονομική πολιτική της Ελλάδας σιγά σιγά χαλαρώνει και η ψαλίδα ανοίγει και πάλι.
- Αχίλλειος πτέρνα των δημοσίων εσόδων είναι οι άμεσοι φόροι όπου στην Ε.Ε-15 αποτελούν το 29,7% του συνόλου των εσόδων ενώ στην Ελλάδα μόλις το 20,6%. 2008, οπότε και άρχισε η ξέφρενη κούρσα του ξεπερνώντας ακόμα και του 150% του Α.Ε.Π το 2011
- Η συμμετοχή του μακροπρόθεσμου χρέους στο συνολικό χρέος εκτοξεύτηκε από 28,6% που ήταν το 1999 σε 52,5% το 2007.
- Σημαντικοί παράγοντες χειροτέρευσης της κατάστασης του χρέους για την Ελλάδα είναι η παγκοσμιοποίηση και η δημιουργία του Ευρωπαϊκού ενιαίου νομίσματος.
- Ελληνική κρίση χρέους όμως οδήγησε σε αυτό που ονομάστηκε κρίση χρέους της Ευρωζώνης
- 23 Απριλίου 2010 η Ελλάδα αιτήθηκε και επισήμως τη δανειακή βοήθεια ύψους 110 δισεκατομμυρίων Ευρώ από τις χώρες της Ε.Ε

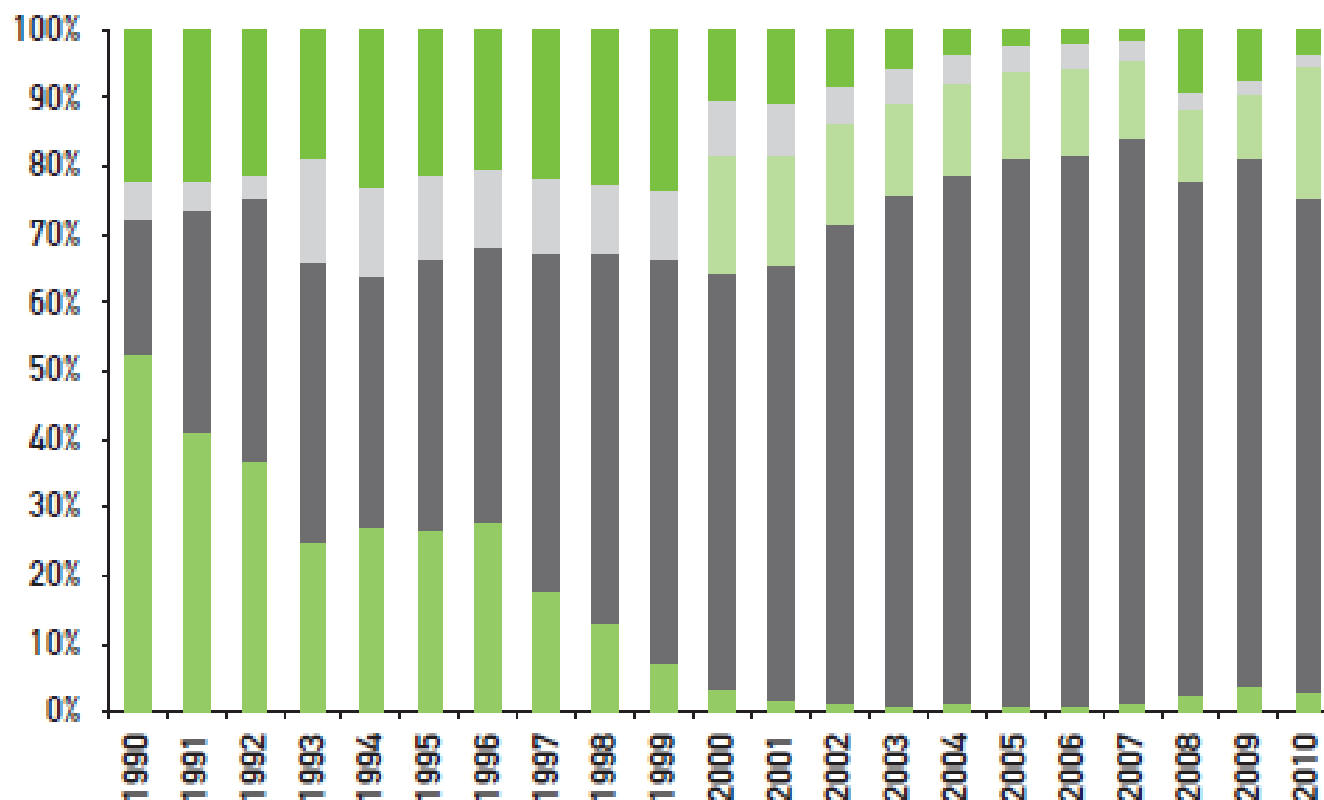
11.4 Δείκτες Χρέους Κρατών

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.6 Δείκτες χρέους για μια σειρά κρατών

ΧΩΡΑ	ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΣΕ ΔΙΣ \$	% ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΑΕΠ	ΚΑΤΑ ΚΕΦΑΛΗΝ ΧΡΕΟΣ ΣΕ \$	ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΑΕΠ (2011)
ΗΠΑ	\$ 9.133	62%	\$ 29.158	1.5%
ΙΑΠΩΝΙΑ	\$ 8.512	198%	\$ 67.303	0.5%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	\$ 2.446	83%	\$ 30.024	2.7%
ΙΤΑΛΙΑ	\$ 2.113	119%	\$ 34.627	0.4%
ΙΝΔΙΑ	\$ 2.107	52%	\$ 1.772	7.8%
ΚΙΝΑ	\$ 1.907	19%	\$ 1.427	9.2%
ΓΑΛΛΙΑ	\$ 1.767	82%	\$ 27.062	1.7%
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	\$ 1.654	76%	\$ 26.375	1.2%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	\$ 1.281	59%	\$ 6.299	2.7%
ΚΑΝΑΔΑΣ	\$ 1.117	84%	\$ 32.829	2.2%
ΙΣΠΑΝΙΑ	\$ 823	60%	\$ 17.598	0.5%
ΜΕΞΙΚΟ	\$ 557	37%	\$ 5.071	3.8%
ΕΛΛΑΔΑ	\$ 454	143%	\$ 42.216	-0.6%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	\$ 424	63%	\$ 25.152	1.6%
ΤΟΥΡΚΙΑ	\$ 411	43%	\$ 5.218	4.6%
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	\$ 398	80%	\$ 4.846	1.2%
ΒΕΛΓΙΟ	\$ 381	101%	\$ 38.139	2.0%
ΠΟΛΩΝΙΑ	\$ 331	53%	\$ 9.907	3.8%
Ν. ΚΟΡΕΑ	\$ 309	23%	\$ 6.793	4.0%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	\$ 279	106%	\$ 65.144	4.9%

Τα στοιχεία προέρχονται από την CIA's World Fact Book 2010

11.4 % Διάρθρωση Χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης



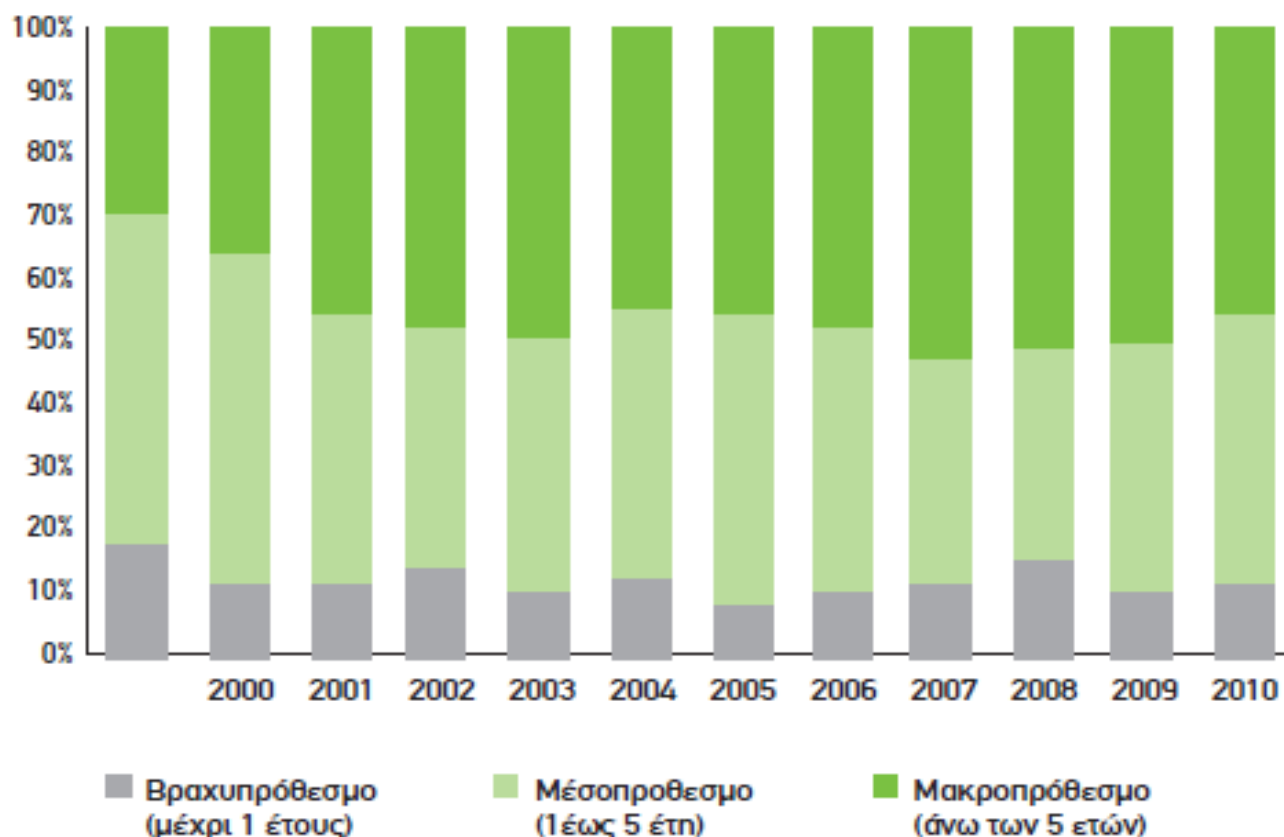
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.20

Εκατοστιαία διάρθρωση
του χρέους της κεντρικής
κυβέρνησης.
Ελλάδα 1990-2010.

Πηγή: Υπουργείο οικονομικών

- Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι
- Κοινοπρακτικά και λοιπά ομολογιακά δάνεια σε ευρώ
- Λοιπά
- Ομόλογα ελληνικού Δημοσίου, δημοπρασίες και λοιπές εκδόσεις
- Υποχρεώσεις Δημοσίου προς Τράπεζα της Ελλάδος

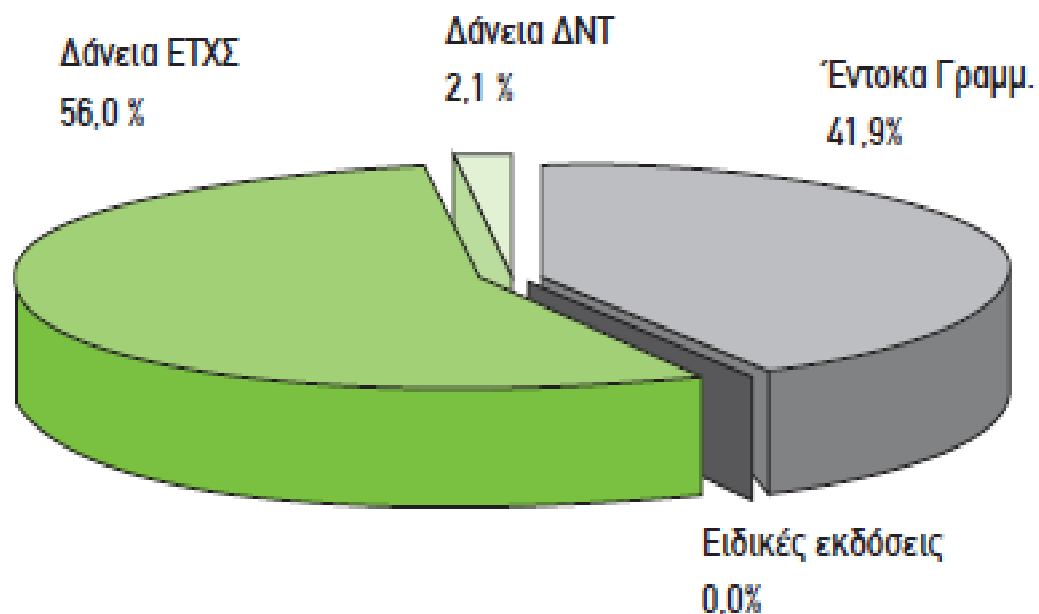
11.4 % Διάρθρωση Ελληνικού Χρέους σε 3 Χρονικούς Ορίζοντες



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.21 Εκατοστιαία διάρθρωση του ελληνικού χρέους σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο., 1999-2010

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών και ΟΔΔΗΧ

11.4 Σύνθεση Νέου Δανεισμού Ελλάδας



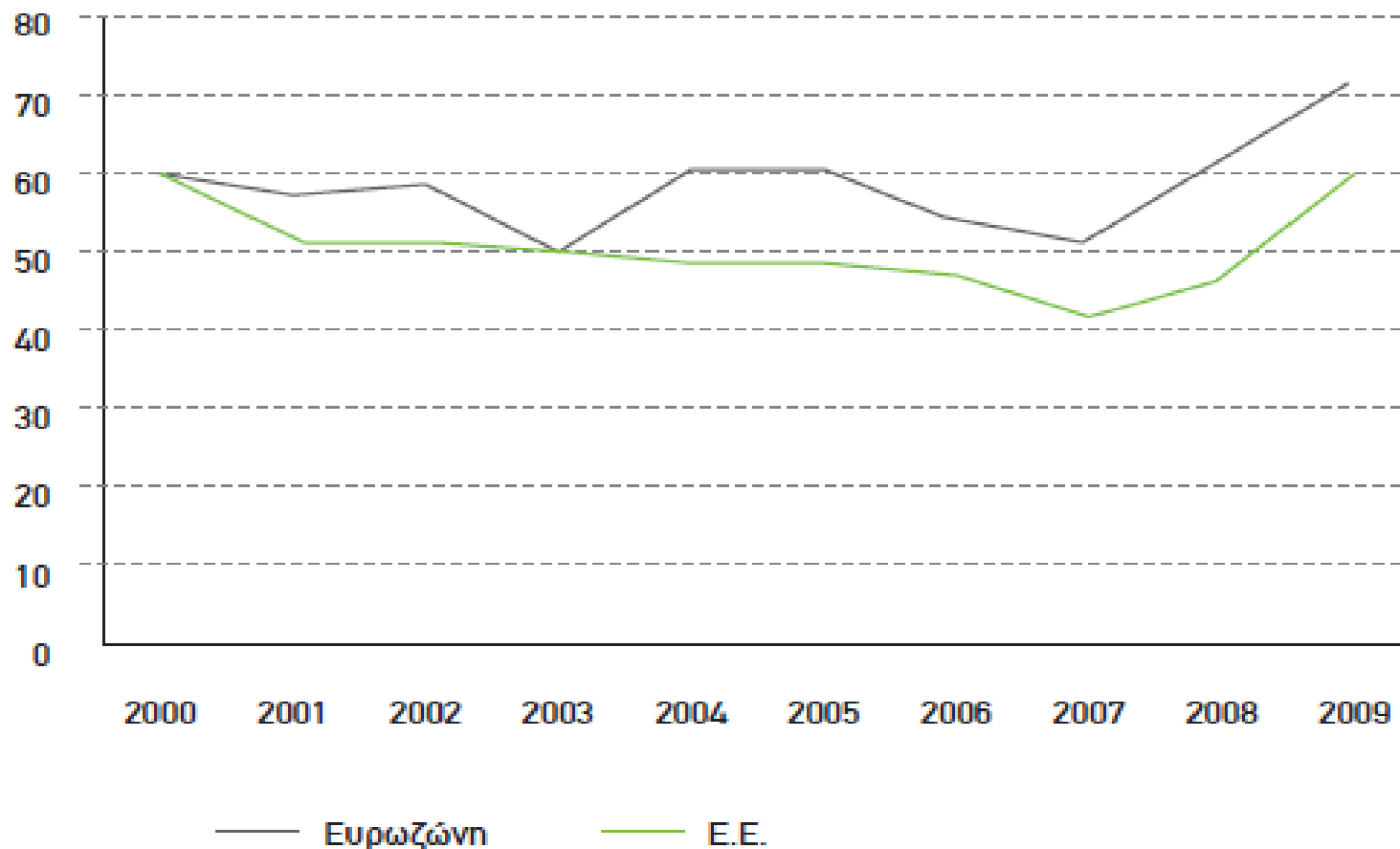
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.16

Σύνθεση νέου δανεισμού
Ιαν.-Σεπτ. 2012

11.4 Προϋποθέσεις Αντιμετώπισης Κρίσης Χρέους Ε.Ε.

- Περισσότερος χρόνος για μεταρρυθμίσεις σε χώρες Νότου
- Επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές Γερμανίας
- Περισσότερος συντονισμός χωρών-μελών Ευρωζώνης για αποφυγή υποτιμήσεων πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσω συντονισμού αγορών εργασίας και βιομηχανικής πολιτικής
- Αύξηση από ΕΚΤ του πληθωρισμού-στόχου στο 2%, για ελάφρυνση χρέους.

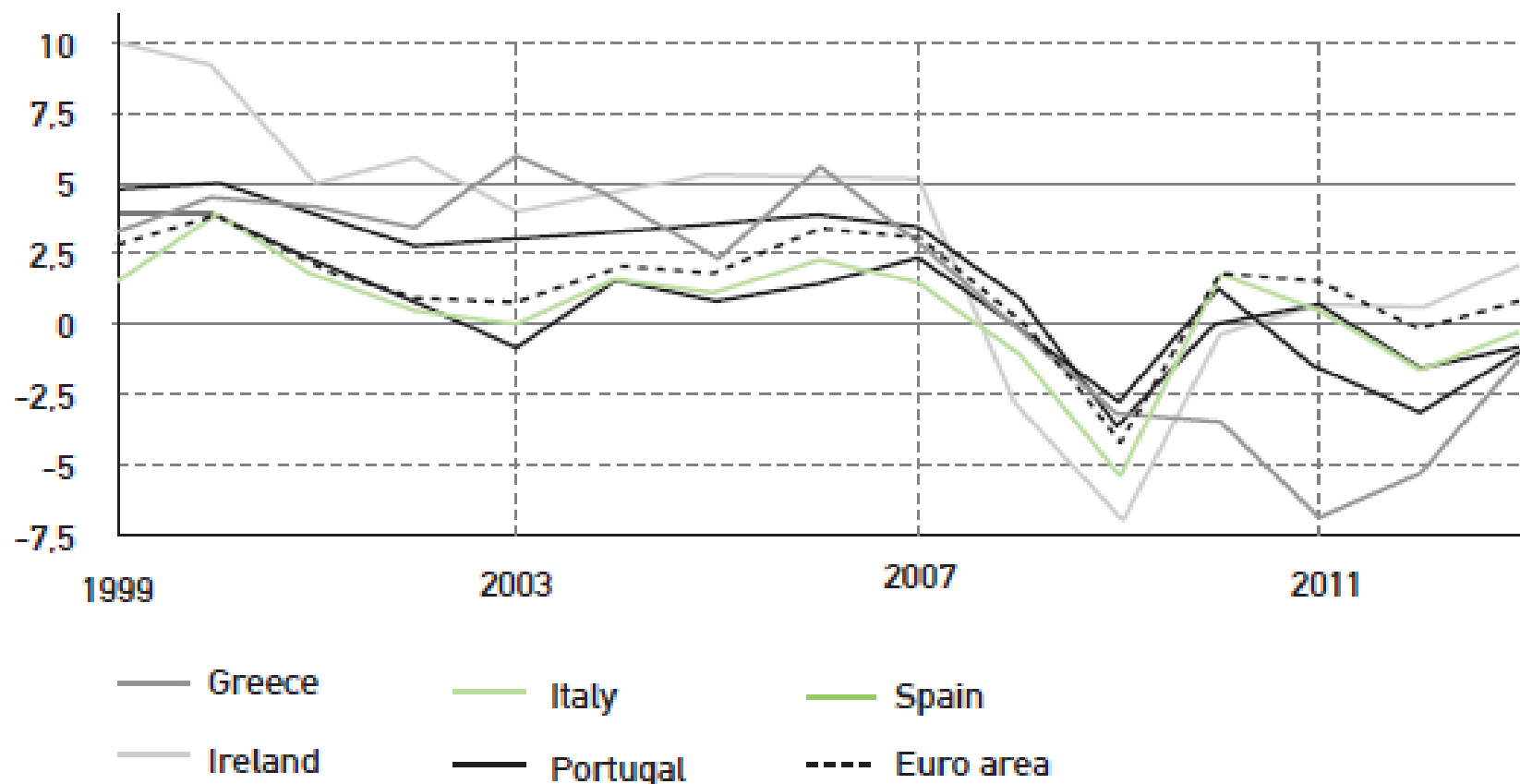
11.4 Σύγκριση Χρέους ως % ΑΕΠ Vs Ευρωζώνης



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.22 Σύγκριση Χρέους ως % του ΑΕΠ ΕΕ έναντι Ευρωζώνης

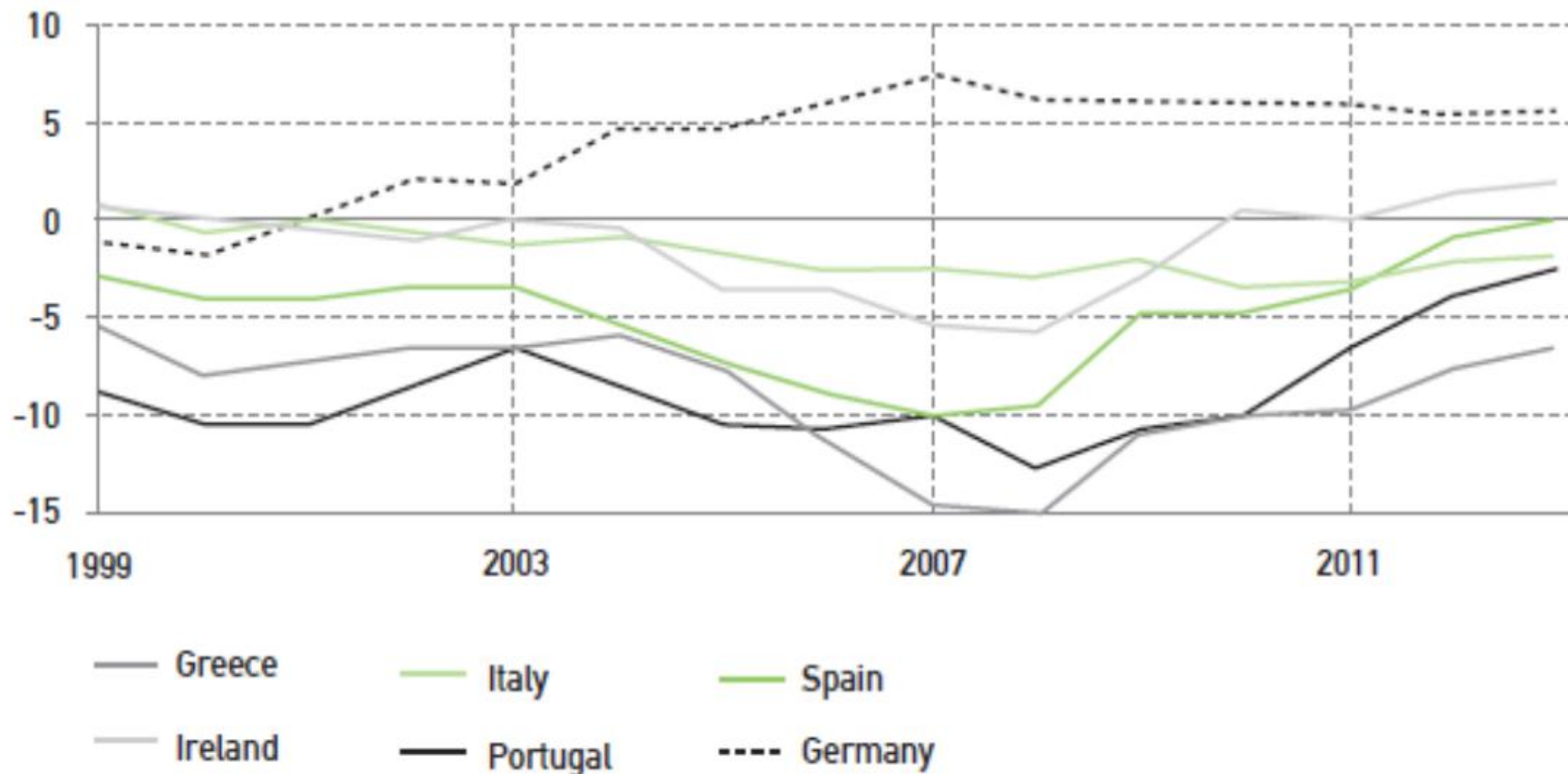
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

11.4 Ρυθμός Ανάπτυξης του real GDP



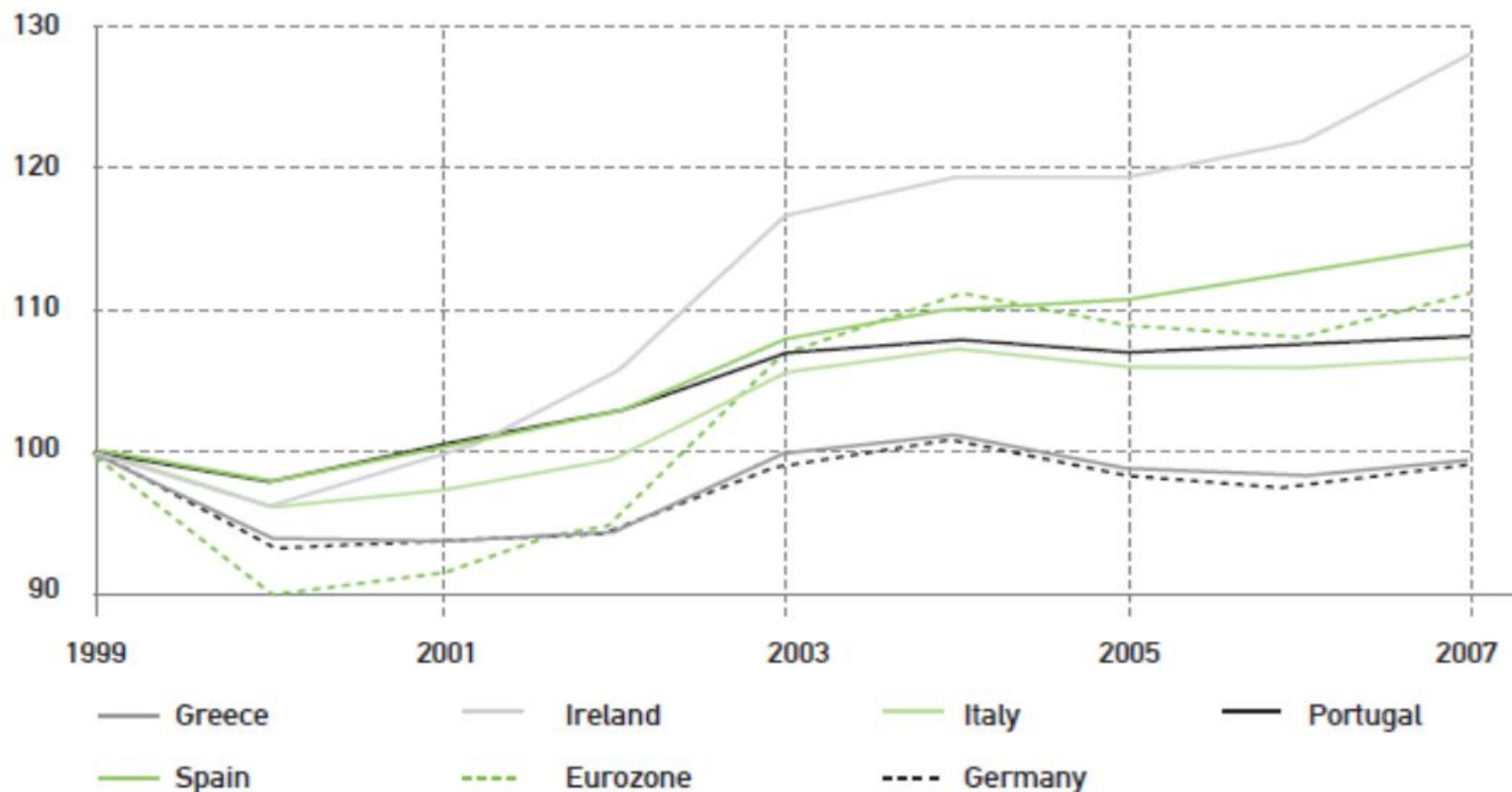
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.23 Ρυθμός Ανάπτυξης του πραγματικού προϊόντος

11.4 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ως % ΑΕΠ



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.24 Ισοζύγιο Τρεχουσών συναλλαγών ως % του ΑΕΠ

11.4 Συνθήκες Ανταγωνισμού εντός Ευρωζώνης βάσει Δείκτη Τιμών Καταναλωτή



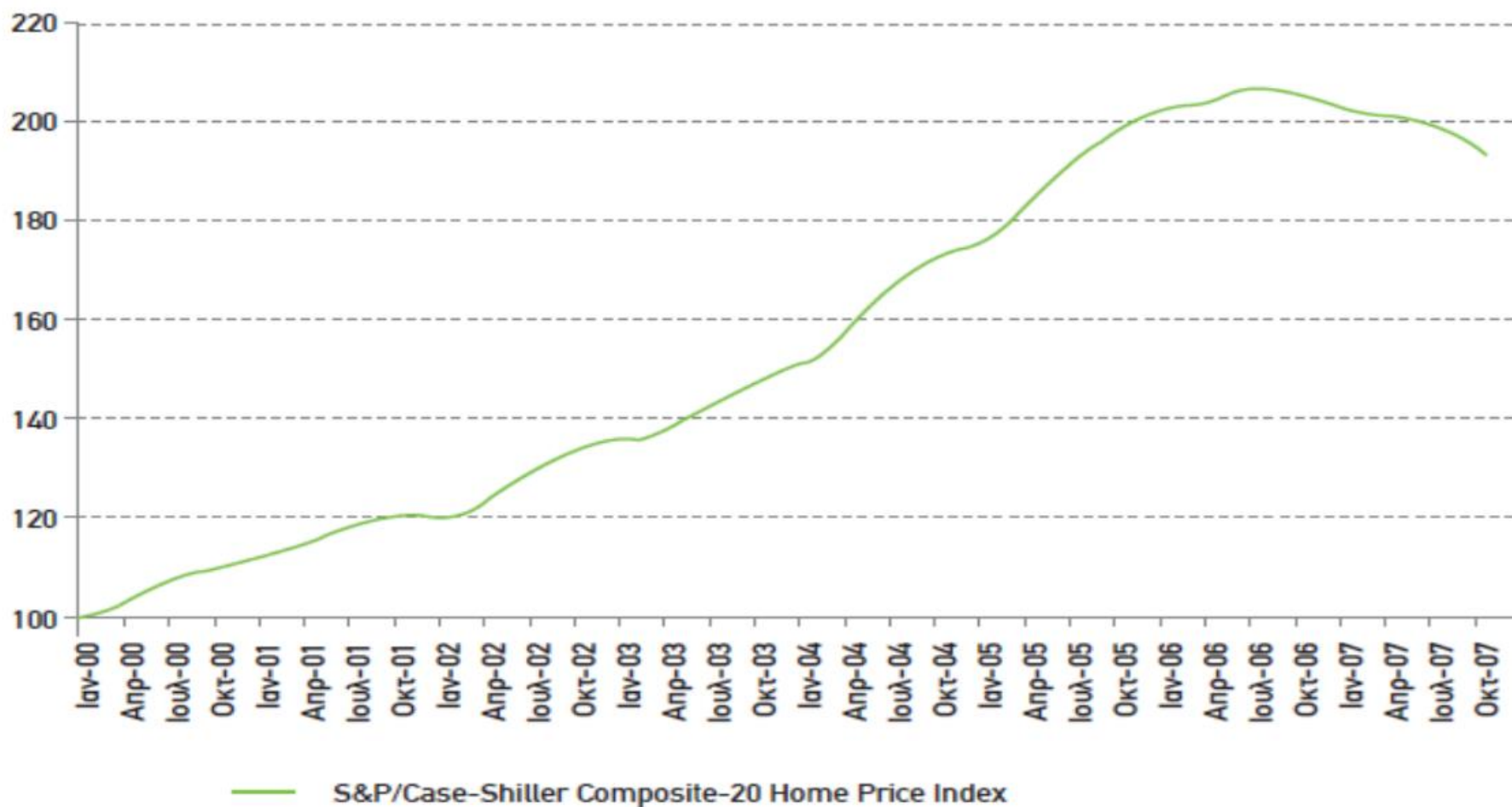
ΓΡΑΦΗΜΑ 11.25 Συνθήκες ανταγωνισμού εντός Ευρωζώνης με βάση τον ΔΤΚ

11.4 Ερμηνεία Κρίσης 2007-08 μέσω Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance - R. Shiller)

Θεωρίες υπερτίμησης της αγοράς:

- **Επικεντρώνονται στις πεποιθήσεις των επενδυτών (investor beliefs):**
 - i. Σημαντικός ρόλος του περιορισμού των προθεσμιακών πωλήσεων στην αγορά ακινήτων.
 - ii. Δημιουργία των λεγόμενων φουσκών στις τιμές επειδή επενδυτές προεκτείνουν παρελθοντικά αποτελέσματα
 - iii. Υπερβολική αυτοπεποίθηση και υπερεκτίμηση ακρίβειας ανθρώπινων προβλέψεων.
- **Εστιάζουν στις προτιμήσεις των επενδυτών (investor preferences):**
 - i. Οι επενδυτές λόγω κερδών από κατοχή περιουσιακών στοιχείων γίνονται λιγότερο απρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους, επειδή ενδεχόμενες απώλειες θα αμβλύνονται με προηγούμενα κέρδη.
 - ii. Ισχυρή προτίμηση για τίτλους με αποδόσεις με αρκετά τυχαία συμπεριφορά με υψηλές απολαβές. Υπερεκτίμηση τίτλων αυτής της μορφής.

11.4 Δείκτης Ονομαστικών Τιμών κατοικιών ΗΠΑ



ΓΡΑΦΗΜΑ 11.26 Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών στις ΗΠΑ