

ΕΙΣΗΓΗΣΗ: Η καθιέρωση του Ευρώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ο ρόλος του στην παγκόσμια οικονομία. Η σχέση Ευρώ - Δολαρίου στην παγκόσμια οικονομική χρηματοπιστωτική κρίση.

Εισηγήτρια: ΑΣΠΑΣΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΥ

Δικηγόρος παρ' Αρείω Πάγω,

Μ.Δ. «ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ»

Η πνευματική ιδιοκτησία αποκτάται χωρίς καμία διατύπωση και χωρίς την ανάγκη ρήτρας απαγορευτικής των προσβολών της. Επισημαίνεται ότι, κατά το Ν. 2121/1993 και κατά τη Διεθνή Σύμβαση της Βέρνης (που κυρώθηκε με το Ν. 100/1975), απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου, με οποιοδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά, στο πρωτότυπο ή σε μετάφραση ή άλλη διασκευή, χωρίς γραπτή άδεια του συγγραφέα.

Η παρούσα μελέτη έχει νόμιμα κατοχυρωθεί σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία για την πνευματική ιδιοκτησία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

A. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

B. Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Γ. ΣΧΕΣΗ ΕΥΡΩ - ΔΟΛΑΡΙΟΥ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- I. Το πρόβλημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην αμερικάνικη αγορά στεγαστικών δανείων.
- II. Οι συνέπειες της πιστωτικής κρίσης.
- III. Όταν η κρίση στη Νέα Υόρκη δεν φθάνει μέχρι τη ... Μόσχα (ΡΩΣΙΑ).
- IV. Το δημιουργούμενο εμπορικό πλεονέκτημα της Κίνας.
- V. Οι πρόσφατες εξελίξεις και οι αναμενόμενες προσδοκίες από τη ζημιογόνο πιστωτική ασφυξία.
- VI. Η σύνδεση της πτωτικής τάσης του δολαρίου με το πετρέλαιο.
- VII. Τί μέλλει γενέσθαι το προσεχές δωδεκάμηνο του 2008.

Δ. ΕΠΙΜΕΤΡΟ

Εισήγηση: Η καθιέρωση του Ευρώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ο ρόλος του στην παγκόσμια οικονομία. Η σχέση Ευρώ - Δολαρίου στην παγκόσμια οικονομική χρηματοπιστωτική κρίση.

Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ως ενός ιστορικά πρωτότυπου πολιτειακού παραδείγματος, μέσα από μια μακρόχρονη αλλά διαλεκτική διαδρομή, διαμόρφωσε εντελώς νέα δεδομένα που σήμερα έχουν συνειδητοποιηθεί μεγαλύτερη ωριμότητα. Ο πρωταρχικός στόχος για εμβάθυνση οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης, ιδίως μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, και για δημιουργία μιας πραγματικής κοινής αγοράς που να καλύπτει όλες τις πτυχές της οικονομικής ζωής έχει εμπλουτιστεί, η δε ενοποιητική διαδικασία στο νομισματική τομέα ολοκληρώθηκε, αποτελώντας πλέον οικονομικό κεκτημένο της Κοινότητας.

Ένα άλλο βασικό στοιχείο της σύγχρονης πραγματικότητας που συνιστά και τη νέα παγκόσμια οικονομική τάξη, είναι η ανάπτυξη της παγκοσμιοποίησης¹ με σημαντικές επιπτώσεις στη διεθνή πολιτική και οικονομία. Στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον και σε συνθήκες ανοιχτής αγοράς, η φιλελευθεροποίηση του εμπορίου με την ταυτόχρονη βελτιστοποίηση των νέων τεχνολογιών σε κάθε επίπεδο της παραγωγικής διαδικασίας αλλά και στον τομέα της ενημέρωσης και επικοινωνίας, οδήγησε στην επέκταση των επενδυτικών δραστηριοτήτων, την εμφάνιση διασυνοριακών ροών κεφαλαίου, στη μείωση των εθνικών εμποδίων (φορολογικών κ.ά.) στις διεθνείς συναλλαγές, στην αύξηση του ανταγωνισμού και στην αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση εν γένει των κρατών.

Η μελέτη που ακολουθεί, στόχο έχει να παρουσιάσει αρχικά την πορεία της ευρωπαϊκής προσπάθειας για ενοποίηση στον οικονομικό τομέα, με έμφαση στην εισαγωγή του ευρώ ως ενιαίου κοινοτικά νομίσματος και την υιοθέτηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής, συνδυάζοντας αυτήν την πτυχή στη συνέχεια με τις επιπτώσεις που επέφερε στην παγκόσμια οικονομία και ισορροπία και, ακολούθως, την άμεση επίδρασή του στη διαμόρφωση των νέων οικονομικών δεδομένων στην πρόσφατη προκληθείσα χρηματοοικονομική κρίση που βιώνουμε.

I. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η καθιέρωση της γενικευμένης κοινής αγοράς θεμελιώνεται με τη Συνθήκη της Ρώμης (25.3.1957, η οποία τίθεται σε ισχύ την 14^η.1.1958). Ως θεσμικό σχήμα η Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας («ΣυνθΕΟΚ»), λαμβάνει το χαρακτήρα λειτουργικής κατ' αποτέλεσμα υπερεθνικότητας (σε αντίθεση με τον οργανικό-ομοσπονδιακό χαρακτήρα), όσον αφορά τις διάφορες φάσεις της εφαρμογής των υποχρεώσεων, της λήψης των αποφάσεων και της νομοθεσίας στο

¹ Βλ. *Robert Gilpin*, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία», εκδ. Ποιότητα Princeton University Press (Βιβλιοθήκη Πολιτικής Οικονομίας των Διεθνών Σχέσεων), 2004, σ. 14 επ.

ζήτημα της εγκαθίδρυσης ενός **ενιαίου, κοινού οικονομικού χώρου** μεταξύ των κρατών μελών της Κοινότητας² και εντός των γεωγραφικών της ορίων.

Η ΣυνθΕΟΚ αποτελεί **συνθήκη-πλαίσιο** και θεωρούμενη από σκοπιά παγκόσμιας οργάνωσης, συνιστά **περιφερειακή οργάνωση** στον οικονομικό χώρο κυρίως αλλά με μεγάλη πολιτική εμβέλεια (ανέπτυξε πλήρως το πολιτικό δυναμικό της στον οικονομικό τομέα), λόγω του τρόπου του οποίου ασκείται μεταξύ των κρατών μελών και διότι η οικονομία ανέκαθεν ιστορικά αποτελεί την κατεξοχήν προσοδοφόρα πηγή δύναμης, πλούτου και άρα ευημερίας, συνιστάμενη δε την αντίρροπη δύναμη στον πόλεμο³, υπό τις σημερινές συνθήκες διασφάλισης του κράτους δικαίου και των ατομικών και κοινωνικών ελευθεριών. Αναπτύσσεται, επομένως, πλήρως στον οικονομικό τομέα το πρότυπο της υπερεθνικής διακυβέρνησης μεταξύ των τυπικά κυρίαρχων κρατών μελών, τα οποία παραχωρούν μέρος της κυριαρχίας και αρμοδιότητάς τους ως προς συγκεκριμένες εξουσίες άσκησης των οικονομικών δραστηριοτήτων. Σε διεθνή πλαίσια, το ανωτέρω θεσμικό πρότυπο είναι το εκ διαμέτρου αντίθετο από το καθιερωμένο στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής («ΗΠΑ») ομοσπονδιακής συντεταγμένης πολιτείας.

Η ιδεολογικής σύλληψη της οικονομικής ενοποίησης στόχευε στην κάλυψη όλου του φάσματος της οικονομίας. Στόχος της οικονομικής αυτής ενοποίησης δεν ήταν η δημιουργία μιας διεθνούς σύμπραξης αλλά η συγχώνευση των αγορών με τη **βαθμιαία εγκαθίδρυση μιας κοινής αγοράς** και η ανάπτυξη της παραγωγής. Η αργόσυρτη πορεία προς την επίτευξη ενός πλήρως ενοποιητικού αποτελέσματος (ΟΝΕ) επέβαλε οι οικονομικές αποφάσεις να λαμβάνονται υπό το πρίσμα της διατήρησης της **ουδετερότητας της αγοράς**. Πράγματι, το πρότυπο αυτό οικονομικό σχήμα, σημείωσε πρωτοφανή επιτυχία. Από **νομική δε άποψη**, διέπεται από την κοινοτική έννομη τάξη και στηρίζεται στις θεμελιώδεις αρχές του κοινοτικού δικαίου, όπως είναι οι αρχές της υπεροχής και αμεσότητας του κοινοτικού κανόνα, η αρχή της αυτονομίας της κοινοτικής έννομης τάξης κ.ά.⁴.

Με τον όρο «**Κοινή Αγορά**» εννοείται η δημιουργία ενός ενιαίου αγοραίου πεδίου, που θα έχει ως πρότυπο την εσωτερική αγορά των κρατών μελών και θα αφορά το σύνολο των οικονομικών δραστηριοτήτων, συντίθεται δε από τρία θεσμικά βήματα που ισοδυναμούν με την επίτευξη τριών μεγάλων οικονομικών θεσμών:

² Η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ξεκίνησε με έξι αρχικά κράτη μέλη και σήμερα συναπαρτίζεται από είκοσι πέντε και σύντομα προχωρεί η διαδικασία προσχώρησης τριών νέων εταίρων, της Σήμερα πλέον η Ευρωπαϊκή Ένωση αντικατέστησε την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, διαθέτοντας η ίδια ενιαία νομική προσωπικότητα, ως υποκείμενο διεθνούς δικαίου. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η Ευρωπαϊκή Ένωση στηρίζεται ήδη στη δημοκρατική αρχή και δικαιοκρατική αρχή καθώς επίσης και την κοινωνική αρχή. Βλ. *Ινστιτούτο Αμυντικών Αναλύσεων*, Σειρά: Κείμενα Τεκμηρίωσης, Η Νομική Προσωπικότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκδ. 2003, σ. 20 επ..

³ Βλ. *Robert Gilpin*, «Πόλεμος και αλλαγή στη διεθνή πολιτική», εκδ. Ποιότητα-Cambridge University Press, 2006, σ. 21 επ.

⁴ Σημειώνεται επίσης, ότι σήμερα η ΕΚ βρίσκεται υπό την επίβλεψη και τον έλεγχο των τεσσάρων (4) κοινοτικών οργάνων, ήτοι Συμβούλιο, η Επιτροπή, το Κοινοβούλιο και το Δικαστήριο, προκειμένου η διαχείριση εξουσιών στον οικονομικό τομέα, που έχει παραχωρηθεί στην αρμοδιότητά της να επιτυγχάνεται με όσο το δυνατόν λιγότερες εντάσεις, αδικίες και προβλήματα.

α) της Τελωνειακής Ένωσης⁵, β) της Εσωτερικής Αγοράς ή Κοινής Αγοράς⁶ (συνιστά τη δεύτερη φάση της οικονομικής ενότητας) και γ) της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης («ΟΝΕ»)⁷.

Η ΟΝΕ συνιστά την τελική βαθμίδα και ύπατη φάση της ενοποιητικής διαδικασίας κατά το οικονομικό σκέλος στα πλαίσια της Κοινότητας. Η εισαγωγή του συστήματος της ΟΝΕ πραγματοποιήθηκε με τη σύναψη της Συνθήκης του Μάαστριχτ (1992 - τέθηκε σε ισχύ την 1.11.1993), η οποία τροποποιούσε την Συνθήκη ΕΟΚ και ίδρυε ταυτόχρονα ένα νέο θεσμικό μόρφωμα, την Ευρωπαϊκή Ένωση, συγκεκριλαστικό όλων των πτυχών της ενοποίησης (οικονομική και πολιτική ενοποίηση). Η ΟΝΕ συνεπάγεται αφενός έναν ενιαίο οικονομικό σύνταγμα για την Κοινότητα και τα κράτη μέλη, το οποίο ορίζεται στο άρθρο 98 εδ. β' Συνθήκη «Τα κράτη μέλη και η Κοινότητα δρουν σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων ...», καθιερώνοντας ένα θεμελιώδες οικονομικό πρότυπο με στοιχεία κοινωνικής προστασίας και συνοχής.

Η ΟΝΕ, ως κορυφαία πτυχή της οικονομικής ενοποίησης, συνεπάγεται τη θέση κοινών κανόνων στο επιτελικό επίπεδο της οικονομίας:

α) Ένα **ενιαίο οικονομικό σύνταγμα** για την Κοινότητα και τα κράτη μέλη της, το οποίο προσδιορίζει το θεμελιώδες οικονομικό πρότυπο, το οποίο οφείλουν να υπηρετούν όλοι οι εκδιδόμενοι κοινοτικοί και εθνικοί κανόνες (άρ. 98 Συνθήκη), προς υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας, σύμφωνα με το οποίο υιοθετείται «η αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και σύμφωνα με τις αρχές του άρθρου 4

⁵ Η δημιουργία της Τελωνειακής Ένωσης προβλέπεται στην Συνθήκη ΕΟΚ, κατά την οποία καταργούνται δασμοί και ποσοτώσεις (ανώτατη ποσότητα ανά προϊόν που μπορεί να εισαχθεί σε ετήσια βάση) μεταξύ των κρατών μελών, ενώ ταυτόχρονα ενοποιούνται οι δασμοί και ποσοτώσεις που επιβάλλουν τα κράτη μέλη κατά τις εισαγωγές εμπορευμάτων από τρίτες χώρες. Η κοινή διαχείριση των ποσοτώσεων προϋποθέτει τη θέσπιση εκ μέρους της Κοινότητας κοινής εμπορικής πολιτικής, γεγονός που συνεπάγεται τη λήψη εμπορικών μέτρων.

⁶ Αναφέρεται σε όλα τα προϊόντα, πλην εκείνων που ανάγονται σε δύο ειδικούς τομείς της οικονομίας: του άνθρακα και του χάλυβα (ΕΚΑΧ) και των πυρηνικών καυσίμων (ΕΚΑΕ). Ο στόχος της **Κοινής Αγοράς** στο πλαίσιο της ΕΟΚ (άρθρο 8Α), αφορά σε όλες τις οικονομικές δραστηριότητες. Ο σκοπός έγκειται στη δημιουργία μιας μείζονος αγοράς, η οποία θα εμφανίζει στοιχεία ανάλογα με εκείνα που χαρακτηρίζουν την εσωτερική αγορά των κρατών μελών, δηλαδή μεγαλύτερη ομοιογένεια και υιοθέτηση κοινής πολιτικής σε συγκεκριμένους τομείς ή θέματα (λ.χ. στη φορολογία, στην προστασία της διανοητικής ιδιοκτησίας). Τα χαρακτηριστικά μιας εθνικής αγοράς είναι η ελευθερία κυκλοφορίας των εμπορευμάτων, των προσώπων (λ.χ. ως μισθωτών ή ελεύθερων επαγγελματιών) και των κεφαλαίων (λ.χ. άμεσες επενδύσεις) ως συντελεστών της παραγωγής, στην εθνική επικράτεια και η υπαγωγή των οικονομικά δρώντων/οικονομικών φορέων σε ενιαίο νομικό πλαίσιο σε ό,τι αφορά τους κανόνες ανταγωνισμού ή ακόμη, τους φορολογικούς, κοινωνικούς, περιβαλλοντικούς ή άλλους κανόνες, στο βαθμό που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα, με τους όρους παραγωγής (λ.χ. κοινές προδιαγραφές παραγωγής) ή διάθεσης των προϊόντων (λ.χ. επαγγελματικό καθεστώς) και παροχής των υπηρεσιών.

⁷ Βλ. *Νίκο Σκανδάμη*, Ευρωπαϊκό Δίκαιο Ι - Θεσμοί της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2003, σ. 50 επ.

ΣυνθΕΚ⁸ (: σταθερές τιμές, υγιή δημόσια οικονομικά, υγιείς νομισματικές συνθήκες και σταθερό ισοζύγιο πληρωμών)».

β) Μία **οικονομική ένωση** η οποία συνίσταται: i) σε ένα κοινοτικό μηχανισμό πολυμερούς εποπτείας Κοινότητας επί κρατών μελών και κρατών μελών μεταξύ τους, αναφορικά με την τήρηση των κοινών οικονομικών στόχων, που σε ετήσια βάση καθορίζονται για την Κοινότητα στο σύνολό της, όπως και για κάθε κράτος χωριστά, μέσω νομικών πράξεων που προσδιορίζονται ως γενικοί προσανατολισμοί οικονομικής πολιτικής (άρ. 99 ΣυνθΕΚ), ii) σε ένα κυρωτικό μηχανισμό παρακολούθησης της εξέλιξης της δημοσιονομικής κατάστασης και του ύψους του δημόσιου χρέους καθώς και την τήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας με στόχο την αποφυγή υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος, που θα έθεταν σε κίνδυνο την ενιαία πολιτική με αντίστοιχο κόστος στους συνεπείς εταίρους και iii) στην αφαίρεση από τα δημόσια όργανα, κοινοτικά και εθνικά, των προνομίων που διέθεταν, σε σχέση με τον ιδιωτικό τομέα ως προς τη δυνατότητα πρόσβασής τους στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, δημόσια και ιδιωτικά (απαγόρευση υπερανάληψης ή οποιουδήποτε άλλου είδους πιστωτικών διευκολύνσεων κατά το άρ. 101 ΣυνθΕΚ).

Η οικονομική ένωση, συνεπώς, επιβάλλει ένα αυστηρό πειθαρχικό πλαίσιο στο χώρο της μακροοικονομικής πολιτικής, παρά το γεγονός ότι το κράτος μέλος διατηρεί τυπικά την αρμοδιότητά του.

γ) Μία **νομισματική ένωση**, η οποία εγκαθιδρύει ένα ενιαίο σύστημα αποτελούμενο από μια Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών μελών με πρωταρχικό στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Η ΕΚΤ διαθέτει πλέον το προνόμιο της κοπής του νομίσματος στην Κοινότητα (ευρώ⁹) για όσα κράτη μετέχουν στην ΟΝΕ (ευρωζώνη¹⁰ - άρ. 106 ΣυνθΕΚ). Η οικονομική συμπεριφορά επομένως του κράτους μέλους τελεί υπό

⁸ Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 4 της ΣυνθΕΚ, για τους σκοπούς –όπως αυτοί ορίζονται στο άρθρο 2, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται η προαγωγή στο σύνολο της Κοινότητας της αρμονικής, ισόρροπης και αειφόρου ανάπτυξης των οικονομικών δραστηριοτήτων, υψηλού επιπέδου απασχόλησης και κοινωνικής προστασίας, αειφόρο, μη πληθωριστικής ανάπτυξης, ανόδου του βιοτικού επιπέδου και της ποιότητας ζωής, της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής και αλληλεγγύης-, η δράση των κρατών μελών και της Κοινότητας περιλαμβάνει τη θέσπιση οικονομικής πολιτικής, που βασίζεται στο στενό συντονισμό των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών, στην εσωτερική αγορά, καθώς και στον καθορισμό κοινών στόχων και ασκείται σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό

⁹ Το ευρώ καθιερώθηκε ως νόμιμο χρήμα την 1^η.1.2002 με αναγκαστική κυκλοφορία στα κράτη μέλη χωρίς παρέκκλιση, ενώ τα εθνικά νομίσματα αποσύρθηκαν μέχρι την 1^η.7.2002. Το ευρώ αντικατέστησε τα εθνικά νομίσματα σε αμετάκλητα καθορισμένες ισοτιμίες.

¹⁰ Συμμετέχουσες χώρες στη ζώνη του ευρώ: Στο ενιαίο νόμισμα συμμετέχουν σήμερα δεκατρείς χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ): το Βέλγιο, η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα, η Ισπανία, η Γαλλία, η Ιταλία, το Λουξεμβούργο, η Ολλανδία, η Αυστρία, η Πορτογαλία, η Σλοβενία και η Φινλανδία. Μη συμμετέχουσες χώρες: η Βουλγαρία, η Τσεχική Δημοκρατία, η Δανία, η Εσθονία, η Κύπρος, η Λεττονία, η Λιθουανία, η Ουγγαρία, η Μάλτα, η Πολωνία, η Ρουμανία, η Σλοβακία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η Δανία, η Εσθονία, η Κύπρος, η Λεττονία, η Λιθουανία, η Μάλτα και η Σλοβακία είναι μέλη του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών II (ΜΣΙ II), που σημαίνει ότι τα νομίσματα των ως άνω χωρών είναι συνδεδεμένα με το ευρώ.

πειθαρχικό καθεστώς, το οποίο διαμορφώνεται υπό τους όρους της οικονομικής κυρίως διεθνούς συγκυρίας, και μέσα από κοινοτικές διαδικασίες, με αποτέλεσμα της δημιουργία και λειτουργία πράγματι μίας υπερεθνικής πολιτικής εξουσίας, εντός της οποίας κάθε κράτος προσπαθεί να προάγει και να διασφαλίσει τα ζωτικά του συμφέροντα.

Η νομισματική ένωση συνεπάγεται πλήρη αναίρεση της εθνικής κυριαρχίας επί της ισοτιμίας του νομίσματος, κοινού πλέον, αλλά και εκ του γεγονότος αυτού υποχρεώσεων σε όλο το φάσμα παρέμβασης της αγοράς και της δημοσιονομικής διαχείρισης (προγραμματισμένη και επιτηρούμενη οικονομική ανάπτυξη, δημοσιονομική πειθαρχία, ενιαία νομισματική πολιτική και νόμισμα). Η σύγχρονη πολιτεία ωστόσο διατηρεί την υπόστασή της και συνεχίζει να αποτελεί το θεμέλιο για την οικοδόμηση της διεθνούς κοινωνίας και το βάθρο για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η Συνθήκη της ΕΕ, έθεσε τις βάσεις, ούτως ώστε να επιτευχθεί η σταθερότητα των τιμών και ισοτιμιών των νομισμάτων που είναι απαραίτητη για διατήρηση και ταχεία ανάκαμψη των οικονομιών των χωρών της ΕΕ και την απορρόφηση της ανεργίας.

B. Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Όλοι οι λαοί της Ευρώπης και οι πολιτικοί τους έχουν σήμερα περισσότερο από ποτέ άλλοτε, συνειδητοποιήσει ότι το ευρώ θα λειτουργεί σαν μόνιμος πλέον συνδετικός κρίκος και ένα ισχυρό ευρώ είναι προς το συμφέρον όλων.

Στις **σχέσεις μεταξύ επιχειρήσεων και τραπεζών**, η καθιέρωση του ευρώ επέφερε σημαντικές επιπτώσεις στα θέματα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων καθώς πολλές συναλλαγές τους, πωλήσεις, προμήθειες, συμβάσεις συνεργασιών με ευρωπαϊκές εταιρίες γίνονται στο ενιαίο νόμισμα της Ευρώπης. Αναφέρονται ενδεικτικά, αλλά όχι εξαντλητικά, οι ακόλουθες: απλοποίηση της διαχείρισης των διαθεσίμων, μείωση του κόστους συναλλαγών μέσω της εξάλειψης των συναλλαγματικών διαφορών, διαπραγματεύσεις των τιμών σε ευρώ, εξάλειψη του κόστους καλύψεως έναντι συναλλαγματικών κινδύνων, εκτίμηση των πραγματικών εμπορικών αποτελεσμάτων από επιχειρηματική σκοπιά καθώς δεν θα απαιτείται φίλτρο συναλλαγματικών διακυμάνσεων, πληρωμές σε κύριο λογαριασμό της εταιρίας με άμεσο κλείσιμο, ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση χαμηλού κόστους, δημιουργία μεγαλύτερων κεφαλαιαγορών με μεγαλύτερη ρευστότητα και διαφοροποίηση, αύξηση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό τομέα σε όλη την Ευρώπη με συνέπεια την δημιουργία πολιτικών και εξειδικευμένων προγραμμάτων σε ευρώ χαμηλού κόστους και καινοτομικού χαρακτήρα, δυνατότητα ανάπτυξης συστημάτων εσωτερικών πληρωμών σε ευρώ όπως λ.χ. κατ' εφαρμογή κοινοτικής Οδηγίας του Ενιαίου Χώρου Πληρωμών σε Ευρώ (Single Euro Payment Area - SEPA), κάτι που ενισχύει τα δικαιώματα και την προστασία όλων των

χρηστών υπηρεσιών πληρωμών (καταναλωτές, εμπορικές επιχειρήσεις, μικρές και μεγάλες εταιρίες, δημόσιες αρχές) κ.ά.¹¹

Στο **εσωτερικό της ΕΕ**, οι πολιτικές των κρατών μελών ως προς την εφαρμογή κοινής νομισματικής πολιτικής έχουν πλήρως εναρμονισθεί, η οποία για τις χώρες του ΕΣΚΤ, ασκείται από την ΕΚΤ με τη συνεργασία των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών. Το ΕΣΚΤ είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό και την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής την άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής, την αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και τη συλλογή στατιστικών στοιχείων σε εναρμονισμένη βάση στη ζώνη του ευρώ. Επιπροσθέτως, στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ περιλαμβάνεται η εκτύπωση και έκδοση χαρτονομίσματος σε ευρώ, καθώς και η εναρμόνιση των λογιστικών στοιχείων των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Πρόκειται για ένα μοναδικό ιστορικά εγχείρημα, καθώς για πρώτη φορά η ευθύνη για το σχεδιασμό και την άσκηση της νομισματικής και εν μέρει της συναλλαγματικής πολιτικής των κρατών μελών μεταφέρεται στην ΕΚΤ, που λειτουργεί ως ανεξάρτητος υπερεθνικός οργανισμός και αποτελεί τον πυρήνα της ζώνης του ευρώ. Θα πρέπει να συμβιβάζει τα συμφέροντα και τους στόχους των χωρών-μελών της ζώνης του Ευρώ (κράτη μέλη χωρίς παρέκκλιση), επηρεάζοντας έτσι όλους τους τομείς της οικονομίας και τις κοινωνικές εξελίξεις¹² και ταυτόχρονα να λειτουργεί ανεξάρτητα, απολαμβάνοντας την αναγκαία ελευθερία στη λήψη των αποφάσεων της, μη επηρεαζόμενη από βραχυχρόνιες πολιτικές σκοπιμότητες, φέροντας την ευθύνη για την αποτελεσματικότητα της πολιτικής της αλλά και την αποδοχή αυτής από την κοινή γνώμη. Η ΕΚΤ και οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες διαθέτουν στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), ευρείες αρμοδιότητες στο χώρο του νομίσματος και του συναλλάγματος, ιδίως για τον καθορισμό των βασικών επιτοκίων δανεισμού χρήματος, οι οποίες οφείλουν να ασκούνται σε πλήρη ανεξαρτησία απέναντι στα άλλα δημόσια όργανα. Έχει δε παρατηρηθεί ότι, σε χώρες οι οποίες διακρίνονται από υψηλό βαθμό ανεξαρτησίας των Κεντρικών Τραπεζών τους, η πολιτική που ακολουθείται από τις Κεντρικές Τράπεζες λαμβάνει υπόψη την εξέλιξη όλων των μεγεθών της οικονομίας (δηλαδή επιπλέον των νομισματικών μεγεθών, πληθωρισμού και του ισοζυγίου πληρωμών και τους παράγοντες ανάπτυξης, ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ), εισοδήματα, ανεργία κ.λπ.).

Από την άλλη πλευρά, η πρωταρχική επιδίωξή τους για νομισματική σταθερότητα, δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης, που συμβάλλει στην εμπέδωση ευνοϊκών συνθηκών για διατηρήσιμη ανάπτυξη και αύξηση της απασχόλησης. Στην υλοποίηση αυτού του στόχου, ιδιαίτερη είναι η συμβολή της ΕΚΤ στον τομέα της

¹¹ Βλ. *Ιάσωνα Στράτο*, Άρθρο: «Η εισαγωγή του ευρώ και οι σχέσεις επιχειρήσεων-τραπεζών», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 1998, σ. 28 επ.

¹² Βλ. *Π.Α. Θωμόπουλο*, Υποδιοικητή Τράπεζας της Ελλάδος, Άρθρο: «Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής», Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 1998, σ. 12.

σταθερότητας των τιμών, που γενικώς νοείται πληθωρισμός μεταξύ 0-2% για τη δημιουργία και τη διατήρηση ενός ισχυρού ευρώ και στη τήρηση των επιτοκίων συνήθως σε χαμηλά επίπεδα, καθώς τα διάφορα ασφάλιστρα κινδύνων (ισοτιμίας, επιτοκίου, πληθωρισμού) μειώνονται, ενισχύοντας έτσι την επενδυτική δραστηριότητα.

Υπό το πρίσμα των ανωτέρω, διαπιστώνεται ότι οι προσπάθειες κατευθύνθηκαν με τέτοιο τρόπο, ώστε να η υιοθετηθείσα ενιαία νομισματική πολιτική να εξασφαλίζει την απαραίτητη οικονομική αλλά και ψυχολογική σταθερότητα, ένα ανεκτό επίπεδο ζωής και ταυτόχρονα να συνιστά τη βάση επί της οποίας να αναπτύσσονται επιχειρηματικώς και επιτυχώς οι επενδύσεις των χωρών σε καθεστώς αλληλεγγύης, συνεργασίας με στόχο την κοινωνική συνοχή τους και την ευμάρεια. Η διατήρηση της οικονομικής ισορροπίας, θα συμβάλλει διττά: αφενός προς την κατεύθυνση ανάπτυξης των περισσότερο ισχυρών κρατών και αφετέρου προς την τελική ορθοπόδηση και εξασφάλιση αυτοσυντηρήσεως σε επίπεδα ανεκτά των λιγότερο αναπτυγμένων ή και εκείνων που ακόμη δεν έχουν ολοκληρωτικά συνέλθει από πρόσφατες αλλαγές σε επίπεδο πολιτικής αναδιάρθρωσης και ανασυγκρότησης. Η πραγματοποίηση του σκοπού της οικονομικής ανάπτυξης αποτελεί άλλωστε και το μεγαλύτερο εχέγγυον για την πολιτική ελευθερία και ανεξαρτησία και κοινωνική πρόοδο.

Στον **εξωτερικό τομέα της ΕΕ**, όσο πιο σταθερό είναι το ευρώ τόσο πιο μεγάλη είναι αντίστοιχα και η επιρροή της Ευρώπης και του κάθε κράτους χωριστά στο διεθνή χώρο και αυτό βαθμιαία θα ενισχύσει την τάση για τη διαμόρφωση και μεγαλύτερη σύγκλιση κοινής εξωτερικής πολιτικής της ΕΕ.

Στο **διεθνές περιβάλλον** το ευρώ παραμένει δυνατό νόμισμα τόσο ως προς την αγοραστική δύναμη (εσωτερική αξία) όσο και προς την εξωτερική αξία, την ποσότητα που αντιπροσωπεύει έναντι των άλλων δύο ισχυρών παγκοσμίως νομισμάτων, δηλαδή του δολαρίου και του γιεν. Για την εσωτερική αξία, μπορούμε απλώς να επισημάνουμε ότι την παρούσα χρονική περίοδο κυμαίνεται σε ... επίπεδα, χωρίς να δημιουργούνται περαιτέρω προβλήματα στο εσωτερικό των κρατών μελών.

Ένα ισχυρό ευρώ συμβάλλει στη δημιουργία ενός «ενάρετου οικονομικού κύκλου», διότι πέζοντας τον πληθωρισμό, πρώτον θα αποτρέψει την αύξηση πολλών αυξήσεων στα επιτόκια-κλειδιά για το κόστος δανεισμού στην ευρωζώνη, δεύτερον θα ενισχύσει το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών και την κατανάλωση, συμβάλλοντας έτσι στη διατήρηση των ισχυρών ρυθμών της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

Αναφορικά με την επίδραση του ευρώ στην **ελληνική οικονομία**, παρατηρήθηκε ότι με την προσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής ενισχύθηκε η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων στην εγχώρια και τις διεθνείς αγορές και αντισταθμίστηκαν οι απώλειες ανταγωνιστικότητας των αμέσως προηγούμενων ετών. Έκτοτε διαμορφώθηκαν ευνοϊκές συνθήκες ισορροπίας στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος, με κύρια χαρακτηριστικά την προσπάθεια προσαρμογής των επιτοκίων σε επίπεδα χαμηλότερα αλλά συνεπή με τον αντιπληθωριστικό στόχο της Τράπεζας της Ελλάδος, την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και τη δημιουργία

αναπτυξιακών συνθηκών στην οικονομία. Ας μην λησμονούμε την εισροή πόρων σημαντικού ύψους από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ και από την εκτέλεση των έργων που συνδέονταν με τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων 2004.

Σήμερα τα ελληνικά **Πιστωτικά Ιδρύματα** είναι σε θέση να συμμετέχουν σε αρκετά ικανοποιητικό βαθμό ανταγωνιστικά στις πράξης υλοποίησης της κοινής νομισματικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει με επιτυχία στο ΕΣΚΤ, επιδιώκοντας παράλληλα την επίτευξη των βασικών στόχων της, δηλαδή τη **νομισματική σταθερότητα** και την περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού καθώς και τον εκσυγχρονισμό και την ενίσχυση της ευρωστίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η νομισματική σταθερότητα αποτελεί αναγκαία και ουσιαστική αλλά όχι επαρκή, πάντως, προϋπόθεση -μετά την πλήρη ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ- για την πραγματική επίτευξη του στόχου της που πρέπει να είναι η διατήρηση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από το μέσο όρο στην ΕΕ.

Απαιτείται ταυτόχρονα η εφαρμογή δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής καθώς και η διαρκής αναπροσαρμογή του τρόπου λειτουργίας του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, προκειμένου να αντιμετωπισθούν διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας που δυσχεραίνουν την επίτευξη του ως άνω στόχου και την ολοκλήρωση της δημοσιονομικής εξυγίανσης¹³. Οι προσπάθειες χρειάζεται κυρίως να επικεντρωθούν στη μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε συνδυασμό με υποχρεώσεις που απορρέουν από το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και τις δυσμενείς δημογραφικές τάσεις καθώς και από το ενδεχόμενο να αναλάβει το κράτος χρέη ορισμένων δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών. Επίσης, στην βελτίωση της παραγωγικότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, στη λειτουργία με όρους χρηστής διοίκησης της εθνικής δημόσιας διοίκησης και την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και τη βελτίωση της οικονομικής και κοινωνικής υποδοχής της χώρας (εκπαίδευση, νέες τεχνολογίες κ.λπ.) και την αποτελεσματική και πιστή εφαρμογή μιας κατάλληλης φορολογικής μεταρρύθμισης που θα ενισχύσει την επιχειρηματικότητα, τις επενδύσεις και την απασχόληση.

Γ. ΣΧΕΣΗ ΕΥΡΩ - ΔΟΛΑΡΙΟΥ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Ι. Το πρόβλημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην αμερικάνικη αγορά στεγαστικών δανείων.

Περί τις αρχές Ιουλίου 2007, περίπου, και ενώ είχε προηγηθεί ένα μακρό διάστημα χορήγησης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ σε αφερέγγυους και χαμηλής πιστοληπτικής δυνατότητας δανειολήπτες, την περίοδο όπου οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ σημείωναν ύψη ρεκόρ, άρχισαν να σταδιακά να φαίνονται τα πρώτα σημάδια μιας πολύπλοκης και συγχρόνως επικίνδυνης φάσης

¹³ Βλ. *Λουκά Παπαδήμο*, Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, «Το ευρώ, η ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα», Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, αρ. 24, 2001, σ. 7.

οικονομικής κάμψης, που έφθασε να επηρεάσει, τελικά, ολόκληρη την παγκόσμια οικονομία.

Η αποπληρωμή των εν λόγω δανείων, **συνολικής αξίας 890 δισεκατομμύρια δολάρια**, βασίζονταν στην έκδοση αντίστοιχων πολυσύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων χαμηλής ποιότητας από τράπεζες και άλλα ιδρύματα και εταιρίες που εξειδικεύονταν στη χορήγηση subprime δανείων, συμπαρασύροντας εκατοντάδες χιλιάδες Αμερικανούς να αγοράσουν τα δάνεια αυτά που φέρουν υψηλότερα ή ανοδικά κινούμενα επιτόκια και άλλα ενδεχόμενα επαχθή κόστη. Υπήρξαν δε δανειολήπτες ενυπόθηκων δανείων οι οποίοι δεν διέθεταν σχεδόν κανένα έγγραφο, χωρίς να πληρώσουν σχεδόν τίποτα και χωρίς το απαραίτητο εισόδημα που θα απαιτούσε ένα συμβατικό δάνειο του μεγέθους που θα επιθυμούσαν. Αποκαλύφθηκε ωστόσο, ότι τα subprime δάνεια εγκλώβισαν και πολλούς πολίτες με καλή πιστοληπτική δυνατότητα. Ορισμένοι προτιμούσαν τα δάνεια ως καθαρά κερδοσκοπικά, ενώ σε άλλες περιπτώσεις οι τραπεζίτες τους ωθούσαν σε αυτά τα δάνεια επειδή πίστευαν ότι ήταν ευκολότερες οι διαδικασίες. Τελικά, αποδείχθηκε ότι ούτε οι ίδιοι σε αρκετά μεγάλο βαθμό δεν είχαν κατανοήσει σε βάθος την πολύπλοκη δομή τους και σίγουρα από κάποιο σημείο και έπειτα διέφυγαν από τον έλεγχό τους, προκαλώντας την σημερινή αναστάτωση σε ολόκληρη την οικονομία.

Τα ως άνω δάνεια, πράγματι απέφεραν κέρδη όσο οι τιμές των κατοικιών, οι οποίες διαμορφώνονταν από ποικίλους και δύσκολα προσδιορίσιμους παράγοντες της αγοράς, κυμαίνονταν σε υψηλά επίπεδα. Όταν όμως οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν τότε παρέσυραν μαζί τους και την αξία των εγγυήσεων πάνω στις οποίες είχαν σχεδιαστεί τα συγκεκριμένα δάνεια, γεγονός που οδήγησε σε **έλλειψη ρευστότητας**. Ο τομέας που υπέστη κυρίως το μεγαλύτερο πλήγμα είναι ο **τομέας του βραχυπρόθεσμου χρέους**. Το έναυσμα προήλθε όταν στις αρχές τους τρέχοντος έτους αυξήθηκε η αδυναμία πληρωμής των subprime δανείων μεταξύ των αμερικανικών νοικοκυριών με χαμηλό εισόδημα. Αυτό έπληξε τις πιστωτικές αγορές, διότι οι τράπεζες είχαν τιτλοποιήσει τα subprime δάνεια και τους νέους τίτλους στη συνέχεια τους πώλησαν σε επενδυτές από όλο τον κόσμο. Έτσι όταν οι αμερικανοί δανειολήπτες δεν πλήρωσαν το δάνειό τους, **η αξία όλων αυτών των χρεογράφων σχεδόν μηδενίστηκε**. Άλλωστε, σύμφωνα με στοιχεία του **ΟΟΣΑ**, η συνολική αξία δομημένων ομολόγων (σύνθετα χρηματοοικονομικά εργαλεία-collateralised debt obligations ή CDOs κ.ά.), που έχουν έκθεση σε subprime στεγαστικά δάνεια ανερχόταν στα τρία (3) δισεκατομμύρια δολάρια τον περασμένο Ιούνιο. Το 46% (περίπου 1,4 τρισεκατομμύρια δολάρια) της αξίας των παραπάνω τίτλων βρισκόταν στην κατοχή hedge funds, το 25% (750 δισεκατομμύρια δολάρια) ανήκει σε Τράπεζες, το 19% σε Διαχειριστές Κεφαλαίων και το 10% σε ασφαλιστικές εταιρίες¹⁴.

Σύμφωνα δε με πληροφορίες που ανακοινώθηκαν στο Πρακτορείο **Reuters** (6.12.2007) κατόπιν σχετικής μελέτης, την οποία διεξάγει ομάδα από του Σωματείου Τραπεζιτών για Υποθήκες (Mortgage Bankers Association) και η οποία καλύπτει το

¹⁴ Βλ. *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 22.11.2007, σ. 5.

85% της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων και ξεκινά από το 1972, αποκαλύφθηκε ότι η καθυστέρηση ή η αδυναμία αποπληρωμής στα ενυπόθηκα αυτά στεγαστικά δάνεια (τα οποία καλύπτουν το 6,8% του συνόλου των δανείων), είναι η υψηλότερη που σημειώθηκε μετά το 1986. Λέγεται δε ότι η διατραπεζική αγορά σε **νομισματική έλλειψη** έχει **στεγνώσει από χρήμα**. Παράλληλα άρχισε να ανεβαίνει και το κόστος δανεισμού, όμως με τις αυξήσεις των αμερικανικών επιτοκίων, οι επενδυτές κατάλαβαν ότι όλα αυτά τα επενδυτικά προϊόντα δεν παρείχαν καμία ασφάλεια και σταμάτησαν να αγοράζουν, με αποτέλεσμα οι κερδοσκόποι τραπεζίτες να βρεθούν γεμάτοι από μη εξυπηρετούμενα δάνεια, από άχρηστα χρεόγραφα και με υπερτιμημένα χαρτοφυλάκια.

Η κρίση αυτή επιδεινώθηκε αρχές Αυγούστου 2007 και άρχισε να σαρώνει τις πιστωτικές αγορές παγκοσμίως, με συνέπεια η σοβαρότητα της κατάστασης να πυροδοτήσει αλυσιδωτές αντιδράσεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό κλάδο, αναγκάζοντας Κεντρικές Τράπεζες από τη Δύση μέχρι την Ασία να προχωρήσουν σε ενέσεις ρευστού δισεκατομμυρίων δολαρίων. Για το λόγο αυτόν οι τράπεζες προσφέρουν τώρα υψηλότερα επιτόκια καταθέσεων, ώστε να προσελκύσουν πελάτες καθώς χρειάζονται τα χρήματα που αυτοί θα αποφέρουν. Οι κεντρικοί τραπεζίτες της Αμερικανικής Κεντρικής Τράπεζας της Νέας Υόρκης («FED») και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας («ΕΚΤ») προβαίνουν σε έκτακτα μέτρα παροχής ρευστότητας στην αγορά, προκειμένου να αποφευχθεί μια οικονομική κρίση στα τέλη του έτους (31 Δεκεμβρίου), όταν τα Ιδρύματα και οι εμπορικές επιχειρήσεις κλείνουν τα βιβλία τους (ισολογισμούς τους), φοβούμενοι από τον ενδεχόμενο κίνδυνο από την αυξημένη πίεση στις πιστωτικές αγορές αποσταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ένα μέτρο της FED ήταν η βαθμιαία **μείωση των επιτοκίων** που έφθασε σήμερα στο 4,5% (κατά μισή ποσοστιαία μονάδα τον Σεπτέμβριο και ένα τέταρτο της μονάδας τον Οκτώβριο 2007), ώστε να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και να ηρεμήσει την αγορά κατοικίας και τις πιστωτικές αγορές. Σύμφωνα με τα στοιχεία του οργανισμού πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poor's, οι τιμές των αμερικανικών κατοικιών μειώθηκαν με ρυθμούς ρεκόρ κατά 4,5% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Οι παραγγελίες για ακριβά καταναλωτικά αγαθά, όπως οι τηλεοράσεις ή τα ψυγεία, έπεσαν για τρίτοι συνεχόμενο μήνα και οι επιχειρηματίες μειώνουν τα επενδυτικά τους σχέδια στις ΗΠΑ. Ενδέχεται να πραγματοποιηθεί νέα μείωση του διατραπεζικού επιτοκίου (Fed Funds Rate) από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ όσο και του βασικού επιτοκίου ύστερα από τις δύο μειώσεις, συνολικά 0,75% που προηγήθηκαν υπό την απειλή της οικονομικής ύφεσης.

Μπορεί οι προσδοκίες από τις μειώσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες προς αναπροσαρμογή των ρυθμών ανάπτυξης και αποφυγή της ύφεσης (οι μετοχές σημειώνουν κέρδη, τα χρηματιστήρια σημειώνουν κέρδη πάνω από 20% μολονότι η βραχυχρόνια ανοδική πορεία τους εμπεριέχει και τεχνικά χαρακτηριστικά), να στηρίζουν το επενδυτικό κλίμα, η νευρική κατάσταση και μεταβλητότητα όμως εξακολουθούν να κυριαρχούν, με τις αγορές να εκτιμούν το

ενδεχόμενο παράτασης της κρίσης καθώς και της επέκτασής της σε άλλους κλάδους ή περιοχές.

Οι προοπτικές ύφεσης μιας οικονομίας μπορεί να γίνουν πραγματικότητα από τη στιγμή που όσο περισσότερο χάνουν την εμπιστοσύνη τους οι καταναλωτές και επενδυτές τόσο περισσότερο γίνονται απαισιόδοξοι. Την κάλυψη του ποσοτικού αυτού χρηματικού περιθωρίου προσπαθεί η αμερικανική κυβέρνηση να αντιμετωπίσει ως ένα εφικτό βαθμό, ώστε να αποφευχθούν περισσότερες μεταπτώσεις από την υψηλή μεταβλητότητα που παρουσιάζουν τα συγκεκριμένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, λόγω της πολύπλοκης δομής τους. Στόχος είναι οι συχνά μεταβληθέντες όροι να αρχίσουν σταδιακά να βελτιώνονται και σταθερά μέσα στο επόμενο έτος (2008) και σε ένα βάθος χρόνου, ώστε να καταφέρουν οι δανειολήπτες να ενισχύσουν μια νέα έκχυση χρήματος, χωρίς τη δημιουργία πληθωρικών πιέσεων. Με την αύξηση της προσφοράς χρήματος θα αποκατασταθεί η **πολιτική και οικονομική ασφάλεια στη χώρα**. Είναι άλλωστε, γενικώς παραδεκτό, κυρίως από τους οικονομολόγους, πόσο σπουδαία μπορεί να αποβεί η τόνωση στην καταρρέουσα εμπιστοσύνη των καταναλωτών και επενδυτών.

Το **Σχέδιο Διάσωσης** από τις τραπεζικές κατασχέσεις που ανακοίνωσε στις 6.12.2007 ο Πρόεδρος των ΗΠΑ **κ. Τζορτζ Μπους**, εκτιμάται από την αμερικανική κυβέρνηση ότι θα βοηθήσει κατοικίες 1,2 εκατομμύρια νοικοκυριών¹⁵ και προσφέρει τρεις επιλογές στους δανειολήπτες: πρώτον, **πάγωμα του αρχικού επιτοκίου δανείου τους για πέντε χρόνια** για όσους έλαβαν τα δάνεια από την 1.1.2005 έως την 1.7.2007 και απειλούνται με κυμαινόμενο επιτόκιο τα επόμενα 2,5 χρόνια (από 1.1.2008 έως 1.7.2010). Η ανωτέρω ευνοϊκή ρύθμιση ισχύει για κάθε δανειολήπτη με «φυσιολογική» πιστοληπτική αξιολόγηση, ο οποίος θα πρέπει επιπλέον να αποδείξει ότι αν το επιτόκιο μετατραπεί σε κυμαινόμενο δεν θα μπορεί να αποπληρώσει και, τέλος, να κατοικεί ο ίδιος στο αποθηκευμένο ακίνητο¹⁶. Αξίζει να αναφερθεί ότι, είναι η πρώτη φορά που η αμερικανική κυβέρνηση ασκεί τέτοια ρυθμιστική παρέμβαση, προκειμένου να αποτρέψει τα χειρότερα. Ο δε Πρόεδρος Μπους, ζήτησε επίσης, από το Κογκρέσο να προχωρήσει άμεσα σε αλλαγή της φορολογικής νομοθεσίας, για να βοηθήσει τους δανειολήπτες να αναχρηματοδοτήσουν τα δάνειά τους. Στον αντίποδα, δεν είναι λίγοι που υποστηρίζουν ότι η πρωτοβουλία της κυβέρνησης επιβραβεύει όσους φέρθηκαν ανεύθυνα... Η ασκηθείσα πιστωτική πολιτική που φαίνεται ότι σκοπεύει να ακολουθήσει εκτιμάται ότι μπορεί -καλώς εχόντων των πραγμάτων- να οδηγήσει στη μη περαιτέρω επέκταση της οικονομικής κρίσης και τελικά στην υπερακόντισή της, έστω και μακροπρόθεσμα.

II. Οι συνέπειες της πιστωτικής κρίσης.

¹⁵ Ωστόσο ο *Μ. Ζάντι* της Moody's υποστηρίζει ότι θεωρητικά το Σχέδιο αφορά 750.000 ιδιοκτήτες σπιτιών και πρακτικά δεν πρόκειται να επηρεάσει πάνω από 250.000 ιδιοκτήτες (Βλ. *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 7.12.2007, σ. 10).

¹⁶ Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 9.12.2007, σ. Β16 και *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 7.12.2007, σ. 10.

Ο λόγος για τον οποίον η κρίση στις πιστωτικές αγορές της Δύσης είναι τόσο τρομερή έχει να κάνει με τις διασυνδέσεις που υπάρχουν τόσο εντός των ίδιων των αγορών όσο και μεταξύ της πιστωτικής αγορά και της πραγματικής οικονομίας. Οι ανησυχίες εστιάζονται σε τρεις τομείς: α) στην **κεφαλαιακή κατάσταση των τραπεζών**, β) στο **μέγεθος των ενδεχόμενων διαγραφών** στα σύνθετα πιστωτικά προϊόντα όπως τα SIVs και τα CDOs, τα οποία βρίσκονται στην καρδιά του προβλήματος για τις επενδυτικές και εμπορικές Τράπεζες των ΗΠΑ και της Ευρώπης, κυρίως της Βρετανίας και γ) στις **απώλειες των εσόδων** τους¹⁷. Κατ' αρχάς, οι διαγραφές δισεκατομμυρίων δολαρίων και στερλινών ενδεχομένως να εξαναγκάσουν τις τράπεζες να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους, καθώς το πάγωμα όλων σχεδόν των πιστωτικών αγορών από τις 9 Αυγούστου και μετά έχει αφήσει τις τράπεζες με απούλητα τα σύνθετα πιστωτικά προϊόντα.

Στις ΗΠΑ επιπροσθέτως, οι Διοικήσεις των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων με μεγάλη έκθεση στην αγορά των στεγαστικών subprime δανείων ήδη σχεδιάζουν και σε μεγάλο βαθμό πραγματοποιήσαν **απολύσεις** όχι μόνο ανώτατων στελεχών εταιριών ή μονάδων διαχείρισης κεφαλαίων αλλά και επενδυτικών τραπεζιτών και προσωπικού. Χαρακτηριστικές είναι αυτές της Citigroup, της Bear Stearns, της Countrywide Financial, της HSBC. Οι περικοπές θέσεων εργασίας στις επενδυτικές τράπεζες υπολογίζεται ότι θα φθάσουν τελικά το 10% του εργατικού δυναμικού τους. Οι κατασχέσεις και οι εκπτώσεις αυξάνονται διαρκώς τους τελευταίους μήνες στις ΗΠΑ με πολλαπλές οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις σε διάφορες περιοχές της χώρας. Εκτιμάται ότι συνολικά δύο εκατομμύρια οικογένειες θα βρεθούν στο δρόμο μέσα στα επόμενα δύο χρόνια¹⁸ και αυτή είναι τελικά η πραγματική τραγωδία της υπόθεσης αυτής.

Όσον αφορά την **εκτίμηση των ζημιών** ακούγονται ποικίλες απόψεις από διαφορετικές πηγές. Ενδελεχής μελέτη της ελβετικής τράπεζας UBS εκτιμάει ότι το συνολικό κόστος της πρόσφατης πιστωτικής κρίσης θα ανέλθει στα 605 δισ. δολάρια, εκ των οποίων τα 355 εκτιμάει ότι αφορούν στις τράπεζες και στους brokers. Κατά μία άποψη αγγίζει τα 45 δισεκατομμύρια δολάρια ενώ υπολογίζεται ότι τα μη εμφανή στοιχεία θα ξεπεράσουν τα 300 δισεκατομμύρια δολάρια, σύμφωνα με προειδοποίηση του **ΟΟΣΑ**¹⁹. Σύμφωνα με το διεθνή οργανισμό, μια υποθετική ζημιά 14% επί υποβαθμισμένων subprime ενυπόθηκων τίτλων θα μεταφραζόταν σε απώλειες 125 δισεκατομμυρίων δολαρίων για τα Πιστωτικά Ιδρύματα. Στόχος τους είναι να απαλλαγούν οι ισολογισμοί τους από χρέος ύψους 300 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Στα βιβλία των τραπεζών της Γηραιάς Ηπείρους, παραμένουν δάνεια ύψους 75 έως 80 δισεκατομμυρίων δολαρίων, βυθίζοντας, έτσι, την ευρωπαϊκή αγορά σε τέλμα. Η έλλειψη ρευστότητας και η κρίση εμπιστοσύνης θα εξελιχθούν σε μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση με τις τράπεζες-αναδόχους να έρχονται

¹⁷ Πρβλ. Άρθρο του νομπελίστα αμερικανού οικονομολόγου *Joseph Stiglitz*, Εφημερίδα «Το Βήμα», 18.11.2007, σ. Β22. Επίσης, του ίδιου συγγραφέα, «The Roaring Nineties», Penguin Books, 2003, σ. 202 επ.

¹⁸ Βλ. Εφημερίδα «Το Βήμα», 11.11.2007, σ. Β/16.

¹⁹ Βλ. Εφημερίδα «Ημερησία», 22.11.2007, σ. 5.

αντιμέτωπες με σοβαρά προβλήματα επάρκειας κεφαλαίων τους έως τα τέλη του προσεχούς έτους. Οι ζημιές ωστόσο που έχουν μέχρι στιγμής δημοσιοποιηθεί είναι περίπου 70 δισεκατομμύρια δολάρια. Αναμένεται ότι θα αυξηθεί το κόστος των χορηγήσεων επηρεάζοντας την κερδοφορία των τραπεζών, καθώς τα subprime δάνεια εκτιμάται από διεθνείς επενδυτικούς οίκους ότι θα υποβαθμιστούν, ιδιαίτερα το Μάρτιο 2008.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μεταξύ των μεγαλύτερων αναδόχων χρηματοδοτούμενων εξαγορών στη Γηραιά Ήπειρο είναι τραπεζικοί όμιλοι, όπως οι Barclays Capital, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings και Royal Bank of Scotland. Εν τω μεταξύ, η Goldman Sachs & Co. υποβάθμισε την επενδυτική αξιολόγηση της Citigroup στην κατάταξη «πώληση» και δήλωσε ότι η μεγαλύτερη αμερικανική τράπεζα μπορεί να διαγράψει αξίες ύψους 15 δισεκατομμυρίων δολαρίων για απώλειες σε χρέος στα επόμενα δύο τρίμηνα (α' εξάμηνο 2008)²⁰. Νέο θύμα δεν είναι μόνο από τον τραπεζικό τομέα αλλά και από τον κλάδο αντασφάλισης όπως η Swiss Re -η μεγαλύτερη αντασφαλιστική εταιρία του κόσμου-, καθώς αποκάλυψε υποβαθμίσεις αξίας στοιχείων ενεργητικού ύψους 1,2 δισεκατομμύρια ελβετικά φράγκων (1,07 δισεκατομμύρια δολάρια) που συνδέονται με swaps προβληματικού χρέους.

Την ίδια στιγμή η **έλλειψη πληροφόρησης** έχει κορυφώσει τους φόβους ότι καλύπτεται η έκταση του προβλήματος των subprime ζημιών, παρά τις πρόσφατες σοκαριστικές διαγραφές από τις κορυφαίες τράπεζες της Wall Street. Δεν είναι γνωστό σε πλήρη ακρόαση βαθμό ποιές τράπεζες και ποιά hedge funds και πόσες ζημιές έχουν. Αυτό έχει αυξήσει την **καχυποψία των τραπεζών** και έχει **μειώσει δραστικά τον μεταξύ του δανεισμό**. Οι Τράπεζες επενδύσεων και οι εμπορικές Τράπεζες ένεκα του λόγου ότι αισθάνονται απειλή, ανασφάλεια και αβεβαιότητα μήπως οι ζημιές αυτές πλήξουν την ισχύ των δικών τους οικονομικών καταστάσεων έχουν γίνει πιο εσωστρεφείς, επιφυλακτικές και συγκρατημένες φειδωλές ως προς το να δανείζουν η μία την άλλη κεφάλαια, προκαλώντας αλυσιδωτές συνέπειες στη **διατραπεζική λειτουργία** όλου του πιστωτικού συστήματος, διότι λ.χ. άλλες εμπορικές τράπεζες χορήγησης δανείων ή επιχειρήσεις δεν θα καταφέρουν να δανειστούν ή θα τους κοστίσει πανάκριβα να βρουν το βραχυπρόθεσμο χρήμα που χρειάζονται για να χρηματοδοτήσουν τις εργασίες τους. Για παράδειγμα, μια τράπεζα ή μια εταιρία, που δραστηριοποιείται στην Ευρώπη ή στην Κίνα, μπορεί να έχει ήδη απευθείας πληγεί από τις ανεπαρκείς και περισσότερο ακριβές πιστωτικές συνθήκες, επειδή ακριβώς αντλεί τις πιστώσεις τους από τις διεθνείς χρηματαγορές.

Δικαιολογημένοι, επομένως, και οι **φόβοι των επενδυτών**, μετά και τις εκ διαμέτρου αντίθετες εκτιμήσεις των αναλυτών ως προς το μέγεθος του τελικού πλήγματος παρά τις δημοσιοποιούμενες διαγραφές από τις τράπεζες. Εκτός όμως από τα προβλήματα της subprime αγοράς οι τράπεζες δέχθηκαν και άλλα πλήγματα. Ειδικότερα, ως προς τα δάνεια που είχαν χορηγήσει στις ρισκαδόρικες εταιρίες, όπως οι **private equity funds** (ιδιωτικά επενδυτικά ταμεία) και τα **hedge funds** -από τους

²⁰ Βλ. *Εφημερίδα «Η Ναυτεμπορική»*, 20.11.2007.

σοβαρότερους ρυθμιστές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας-, οι οποίες είχαν προγραμματίσει να αντλήσουν τα δανειακά τους κεφάλαια από την πώληση χρεογράφων, δυσκολεύονται να πωλήσουν το χρέος τους, διότι οι επενδυτές **αρνούνται τώρα να δανείσουν χρήματα** σε οποιονδήποτε, οι οποίος ενδεχομένως να είναι εκτεθειμένος στα subprime δάνεια, επειδή άγνωστο το ποιός και σε τί βαθμό είναι εκτεθειμένος στη subprime αγορά καθώς τα χρεόγραφα έχουν αγοραστεί από τις τράπεζες και τους θεσμικούς επενδυτές σε όλο τον κόσμο. Εκτιμάται ότι 224 δισεκατομμύρια ευρώ από αδιάθετα δάνεια βαρύνουν τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών.

III. Όταν η κρίση στη Νέα Υόρκη δεν φθάνει μέχρι τη ... Μόσχα (ΡΩΣΙΑ).

Όταν ξέσπασε η κρίση στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής φερεγγυότητας, Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας, πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια πώλησε δολάρια με στόχο να μειώσει την εξασθένηση της αξίας του ρουβλίου ως προς το δολάριο, που φαίνεται να προκλήθηκε από ξένους επενδυτές που ρευστοποιήσαν τις θέσεις τους σε ρούβλι όταν άρχισε η ως άνω κρίση. Ωστόσο, η προκληθείσα αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές θα πρέπει να αποβεί ιδιαίτερα επίμονη και βαθιά και με παρενέργειες στην πραγματική οικονομία, προτού η Ρωσία πληγεί σοβαρά. Μέχρι πολύ πρόσφατα, το να διατηρεί κανείς μακροπρόθεσμες θέσεις σε ρούβλι φαινόταν μονόδρομος, δεδομένου ότι ασκούσαν πιέσεις στο συγκεκριμένο νόμισμα. Υπό το πρίσμα αυτό, η Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας σε τακτά διαστήματα αγοράζει δολάρια, ούτως ώστε να διατηρεί σταθερό το ρούβλι έναντι ενός καλαθιού νομισμάτων, ήτοι του δολαρίου, του ευρώ και της λίρας Αγγλίας. Αυτό έχει οδηγήσει τη Ρωσία στο να συγκεντρώνει συναλλαγματικά διαθέσιμα πέραν των 400 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Ανεξαρτήτως των βραχυπρόθεσμων κινήσεων στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων, η Ρωσία δεν έχει πολλούς λόγους να φοβάται προς το παρόν. Διατηρεί τεράστια συναλλαγματικά διαθέσιμα και ένα τεράστιο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχόντων λογαριασμών καθώς και μία οικονομία η οποία αναπτύσσεται ταχύτατα, ενώ το δημόσιο χρέος της είναι πολύ χαμηλό. Πέραν τούτου, δεν υπάρχουν παρά ελάχιστες ενδείξεις ότι τα ρωσικά οικονομικά ιδρύματα, τα οποία είναι κατά κύριο λόγο επικεντρωμένα στην εσωτερική αγορά και όχι στη διεθνή, έχουν σημαντική έκθεση στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Οι υποστηρικτές αυτής της άποψης, πιστεύουν ότι η εκπληκτική οικονομική επιτυχία της Ρωσίας βασίζεται στην πολιτική της, η οποία ήταν σταθερά τα τελευταία χρόνια προσανατολισμένη στην προώθηση της ταχείας εκβιομηχάνισης εκείνων των τομέων που θεωρούνταν στρατηγικής σημασίας για τη συνολική οικονομία (θεωρία του αναπτυξιακού κράτους)²¹. Επί **κυβέρνηση Βλαντίμιρ Πούτιν (2000-2007)**, το κράτος πραγματοποίησε σημαντικές μεταρρυθμίσεις και εφάρμοσε πολιτικές ευνοϊκές για την εύρυθμη και τακτοποιημένη οικονομική ανάπτυξη και την κοινωνική αρμονία (ανακατανομή γαιών, εκπαίδευση, αναδιάρθρωση φορολογικού συστήματος,

²¹ Πρβλ. *Robert Gilpin*, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία», σ. 389 επ.

ισότητα εισοδήματος, Διαδίκτυο), γεγονός που εξηγεί καλύτερα τη μοναδική εμπειρία της ραγδαίας και σταθερής οικονομικής της ακμής²², με συνέπεια όλα τα μέλη της διεθνούς επιχειρηματικής κοινότητας να μην παραλείπουν να πλέκουν το εγκώμιο του Πούτιν²³ για την οικονομική του διαχείριση²⁴ αλλά κυρίως με την Ρωσία να καταλαμβάνει σήμερα την ένατη (9^η) θέση ως ισχυρότερη οικονομία στον κόσμο και τρίτη (3^η) σε συναλλαγματικά διαθέσιμα, με μέσο ετήσιο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης 6,7% και τις ρωσικές μετοχές να έχουν κερδίσει περίπου ένα τρισεκατομμύριο δολάρια από τότε που ο Πούτιν ήρθε στην εξουσία²⁵.

Αξίζει να αναφερθεί ότι η Ρωσία θα αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες, εάν η αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές συντηρηθεί επί μήνες και παραταθεί εμφανίζοντας αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία. Μια ευρεία αναδίπλωση από ξένους δανειοδότες και επενδυτές θα σκίαζε την απαστράπτουσα οικονομική ανάπτυξη της Ρωσίας, η οποία ενισχύεται από την επέκταση των πιστώσεων και των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Επίσης, μία εκτεταμένη αύξηση της τιμής του πετρελαίου, όπως πρόσφατα παρουσιάστηκε, θα προκαλούσε προβλήματα στην κυβέρνηση. Οι πολιτικοί αν και τάσσονται υπέρ της ανταγωνιστικής ισοτιμίας και όχι τόσο υπέρ της σταθερότητας τιμών, δίδεται περισσότερο έμφαση φέτος στο ισχυρό ρούβλι ως τροχοπέδη του πληθωρισμού. Πάντως, εάν το χειρότερο της κρίσης των επικίνδυνων στεγαστικών δανείων πέρασε, τότε η Ρωσία διέφυγε σχεδόν «αβρόχους ποσί».

IV. Το δημιουργούμενο εμπορικό πλεονέκτημα της Κίνας.

Πολλά ασιατικά νομίσματα και κυρίως το κινεζικό γουάν, είναι προσδεδεμένο στο δολάριο, γεγονός που ευνοεί τους κινέζους εξαγωγείς και δυσχεραίνει τα πράγματα για τους ευρωπαίους, οι οποίοι θα πρέπει είτε να αυξήσουν τις τιμές των προϊόντων τους που πωλούνται στην αμερικανική αγορά είτε να αποδεχθούν χαμηλότερη αξία για τα προϊόντα του, καθώς η αξία του δολαρίου φθίνει διαρκώς. Το γεγονός αυτό μεταφράζεται σε εμπορικό πλεονέκτημα εις βάρος της Ευρώπης και για το λόγο αυτό, οι ευρωπαίοι ζητούν από την Κίνα να αναλάβει τις ευθύνες της και

²² Σημειωτέον ότι, η μετάβαση από μια προσανατολισμένη στον πωλητή οικονομία σε μια προσανατολισμένη στον αγοραστή ή την αγορά οικονομία χρειάζεται χρόνο και δεν έχει ακόμη παρέλθει αρκετός χρόνος, ώστε να δημιουργηθεί σε τέτοιο βαθμό ο τύπος της μεσαίας τάξης που είναι απαραίτητη για τη λειτουργία της οικονομίας της αγοράς. Έχει αναπτυχθεί συγκριτικά με τις τελευταίες δεκαετίες και φαίνεται να είναι έτοιμη να δεχθεί μια τέτοια δραστική αλλαγή και να προβεί σε ακόμη μεγαλύτερα ανοίγματα στον κόσμο. Διατηρείται, δηλαδή, μια ισορροπία στο εσωτερικό της κοινωνίας της που ενδυναμώνεται κατά πολύ από ένα αίσθημα ασφάλειας που αποπνέει η ενίσχυση του ηγεμονικού ρόλου της Ρωσίας στη λήψη καθοριστικών αποφάσεων και επιλογών στο παγκόσμιο γίγνεσθαι.

²³ Επίσης, μια νέα δημοσκόπηση που μετέδωσε πρόσφατα το πρακτορείο Ίντερφαξ δείχνει ότι το 82% των Ρώσων εγκρίνει τη δουλειά που έχει κάνει ο Πούτιν ως σήμερα (Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 26.08.2007, σ. Β10). Πρβλ. *Στίβεν Μ. Γουόλτ*, «Στρατηγικές αντίστασης στην ηγεμονία των ΗΠΑ», εκδ. Καστανιώτη, 2006, σ. 43.

²⁴ Χαρακτηριστική είναι η αύξηση επενδύσεων κεφαλαίου την τελευταία πενταετία κατά 10% ετησίως.

²⁵ Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 26.08.2007, σ. Β10.

να προβεί σε ανατίμηση του κινέζικου νομίσματος, ώστε να μειωθούν οι πιέσεις που δέχεται η ισοτιμία ευρώ-δολάριο. Επιπλέον, το κινέζικο γουάν έχει υποτιμηθεί έναντι του ευρώ τον τρέχοντα χρόνο εξαιτίας της σημαντικής αύξησης των κινέζικων εξαγωγών προς την ευρωζώνη. Ως των Σεπτεμβρίου 2007, οι εξαγωγές της Κίνας προς την ΕΕ αυξήθηκαν κατά 37% και προς τις ΗΠΑ κατά 16%, με συνακόλουθη αύξηση του εμπορικού πλεονάσματος της Κίνας κατά 69%, στα 185,65 δις. δολάρια και ξεπέρασε το ποσό για ολόκληρο το 2006²⁶.

V. Οι πρόσφατες εξελίξεις και οι αναμενόμενες προσδοκίες από τη ζημιογόνο πιστωτική ασφυξία.

Μέσα Δεκεμβρίου 2007 και λίγο προτού το κλείσιμο των λογιστικών εταιρικών βιβλίων λάβει χώρα, το πιστωτικό χάος στην πιστωτική αγορά δεν έχει αμβλυνθεί και κυρίως η καταρρέουσα/κλονισμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών και των επιχειρηματιών δεν έχει αποκατασταθεί. Απεναντίας η τιμή της αξίας του δολαρίου συνεχίζει να καταρρέει, οι αθετήσεις των πληρωμών των στεγαστικών δανείων ακόμη και από τους πιο φερέγγυους δανειολήπτες αυξάνεται, η τάση των Τραπεζών και άλλων Πιστωτικών Ιδρυμάτων να κρατήσουν για το ρευστό για την κάλυψη της κεφαλαιακής επάρκειάς τους έπειτα από τις ήδη σημειωθείσες τεράστιες διαγραφές πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων ενισχύεται ²⁷, καθώς τα χαρτοφυλάκια τους είναι υπερτιμημένα, γεμάτα από μη εξυπηρετούμενα δάνεια και από άχρηστα χρεόγραφα.

Σύμφωνα με το ανακοινωθέν **διασυνοριακό Σχέδιο Παροχής Ρευστότητας** στο οποίο κατέληξαν την 12^η.12.2007, ο Πρόεδρος της αμερικανικής Fed *Μπεν Μπερνάνκι* και οι συνάδελφοί του στην ΕΚΤ, στην Τράπεζα της Ελβετίας και την Τράπεζα του Καναδά, οι ως άνω φορείς θα παράσχουν στις τράπεζες κεφάλαια ύψους εξήντα επτά (67) δισεκατομμύρια δολάρια, μέσω μιας σειράς δημοπρασιών για δανεισμό σε δολάρια, διάρκειας ενός μήνα (παροχή στις εγχώριες τράπεζες βραχυπρόθεσμων δανείων εκπεφρασμένων σε δολάρια).

Και ενώ όλοι περίμεναν μεγαλύτερη μείωση των επιτοκίων της (από 4,50% μείωση κατά 0,75% στο 3,75%) καθώς βαθαίνει η κρίση στις χρηματαγορές, η **Fed μείωσε το βασικό επιτόκιο δανεισμού** όσο και το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο δανείζει απευθείας τις εμπορικές τράπεζες κατά 0,25%, στο 4,25% και 4,75% αντίστοιχα. Οι ρυθμοί ανάπτυξης, συνεπώς, της αμερικανικής οικονομίας στο τέταρτο τρίμηνο του 2007, φαίνεται κατά τις προαναφερθείσες μειώσεις του επιτοκίου, να έχει ακινητοποιηθεί (στασιμότητα - de-flation), ενώ το τρίτο τρίμηνο έτρεχε με ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης της τάξεως του 4,9%.

²⁶ Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 21.10.2007, σ. Β20.

²⁷ Αξίζει να σημειωθεί ότι, την Παρασκευή 14 Δεκεμβρίου 2007, ο διεθνής οίκος αξιολόγησης Moody's Investor Service υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα ενός από τους μεγαλύτερους κολοσσιαίους Ομίλους της Citigroup, δεδομένου ότι η κεφαλαιακή επάρκειά της κλονίστηκε σημαντικά μετά τις τεράστιες διαγραφές ζημιών στη subprime αγορά (Βλ. Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 16.12.2007, σ. Β19). Βλ., επίσης, *Εφημερίδα «Financial Times»*, 24.11.2007.

Η κρίση από τις διεθνείς αγορές περνά και στην **ελληνική οικονομία**. Στην κόψη του ξυραφιού βρίσκονται τράπεζες και δανειολήπτες μετά τη φρενήρη αύξηση στο 4,8% του επιτοκίου euribor μηνός στη **διατραπεζική αγορά**. Η ανάγκη, όμως των ευρωπαϊκών τραπεζών να διασφαλίσουν γραμμές χρηματοδότησης, ενόψει του τέλους του έτους εκτόξευσε το επιτόκιο 0,8 μονάδες πάνω από εκείνο της ΕΚΤ (ήτοι, 4% περίπου). Οι ελληνικές τράπεζες αντιμετωπίζουν όλοι και σημαντικότερο πρόβλημα, καθώς πλέον δανείζονται ακριβά, πληρώνουν ακριβότερα τις προθεσμιακές καταθέσεις και βλέπουν τις πηγές χρηματοδότησής τους να περιορίζονται δραστικά εξαιτίας της κρίσης στη διεθνή αγορά πιστώσεων. Η ως άνω **αύξηση του κόστους δανεισμού για τις τράπεζες** οδηγεί στη **μετακύλιση του κόστους στους δανειολήπτες**, που με τη σειρά τους καλούνται να πληρώσουν το «μάρμαρο».

Άμεση συνέπεια, άρρηκτα συνδεδεμένη με τη μείωση της οικονομικής ανάπτυξης σε διεθνή κλίμακα, συνιστά η κατακόρυφη **άνοδο των τιμών ενέργειας και τροφίμων** καθώς και η αναζωπύρωση των πληθωριστικών τάσεων. Οι **τιμές χονδρικής** εκτινάχθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων τριάντα τεσσάρων (34) ετών στις **ΗΠΑ**, καθώς οι **τιμές ενέργειας** σημείωσαν ρεκόρ ανόδου κατά 14,1% από 13,4% τον Ιανουάριο του 1990 (της βενζίνης ανέβηκαν κατά 34,8% από 28,8% τον Απρίλιο 1999)· το ίδιο και οι **τιμές της λιανικής**. Αλλά και στην άλλη όχθη του ατλαντικού, στη **ζώνη του ευρώ**, ο **πληθωρισμός** εκτινάχθηκε στα υψηλότερα επίπεδα των έξι (6) ετών με τις τιμές της λιανικής να ανεβαίνουν κατά 3,1% τον Νοέμβριο από 2,6% τον Οκτώβριο 2007, λόγω της αλματώδους ανόδου των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας. Αξίζει να επισημανθεί ότι, στη Γερμανία μόνο, την ισχυρότερη οικονομία στη ζώνη του ευρώ, ο πληθωρισμός εκτινάχτηκε στο 3,3% το Νοέμβριο 2007, ενώ ας μην ξεχνάμε ότι τα επίπεδα στα οποία πρέπει να κυμαίνεται η φυσιολογική διακύμανση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τη Συνθήκη, είναι 0-2%. Από την άλλη πλευρά, χαμηλότερη είναι η ζήτηση για τα **μέταλλα** και η ζοφερή εικόνα για την παγκόσμια οικονομία έπληξαν τα βιομηχανικά μέταλλα, με το μόλυβδο να χάνει σχεδόν 9%, τον ψευδάργυρο να υποχωρεί στο κατώτερο 20 μηνών και το χαλκό να χάνει 20%.

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της Πήγασος ΑΧΕΠΕΥ²⁸, με ρυθμό 30% τρέχουν **τα κέρδη των εισηγμένων στο Χ.Α.** εταιριών στο εννεάμηνο του 2007 να διαμορφώνονται πάνω από τα εννέα (9) δισεκατομμύρια ευρώ (για το σύνολο του 2007 αναμένεται να φθάσουν στο 12,5 δισεκατομμύρια ευρώ). Η ολοκλήρωση ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων θα καταδείξει αφενός τη δυναμική εταιριών και κλάδων αλλά και τις δανειακές υποχρεώσεις.

VI. Η σύνδεση της πτωτικής τάσης του δολαρίου με το πετρέλαιο.

²⁸ Βλ. *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 30.11.2007, σ. 4.

Η **άνοδος του πετρελαίου** μερικά σεντς πριν από τα 100 δολάρια και η συνεχιζόμενη διολίσθηση του αμερικανικού νομίσματος, δίνουν νέο σήμα για ρευστοποιήσεις στις διεθνείς αγορές²⁹. Η τιμή του πετρελαίου εκτοξεύτηκε πάνω από τα 99 δολάρια ανά βαρέλι και το δολάριο συνεχίζει να υποχωρεί έναντι των περισσότερων νομισμάτων, καταγράφοντας νέο αρνητικό ρεκόρ έναντι του ευρώ και χαμηλό διετίας έναντι του γεν. Η συνεχής πτώση του δολαρίου δημιουργεί πλέον αβεβαιότητες στις διεθνείς αγορές χρήματος που ενισχύονται από σημαντικά λάθη της αμερικανικής εξωτερικής πολιτικής και το στρατιωτικό κόστος της.

Η συνεχής τάση υψώσεως των διεθνών τιμών πετρελαίου αποτελεί παράγοντα σοβαρής ανωμαλίας για την οικονομία κάθε χώρας, εφόσον ορισμένα προϊόντα γίνονται σπανιότερα και οι τιμές τους υψώνονται. Ο παράγοντας αυτός της αυξανόμενης στενότητας και υψηλότερης τιμής, αποτελεί ίσως τη μεγαλύτερη πληθωρική πίεση, και στην Ελλάδα, τόσο μάλλον καθόσον βρισκόμαστε χωρίς αποθέματα ενώ είμαστε μια οικονομία βασιζόμενη μεγάλως στο εξωτερικό για τα βασικά τρόφιμα και τις πρώτες ύλες.

Είναι ευνόητο ότι η δυσχέραση των εισαγωγών στο προσεχές μέλλον δύναται να προκαλέσει ανατροπή της οικονομικής ισορροπίας και την *νομισματικής σταθερότητας* παγκοσμίως. Ως γνωστόν, η σύγχρονη οικονομία παρουσιάζει το φαινόμενο της ευαισθητοποιήσεως που συνίσταται στην εκδήλωση πληθωρικών αντιδράσεων οι οποίες δημιουργούνται έναντι πάσης σημαντικής ύψωσης της τιμής του πετρελαίου, η οποία εξισωτικής εξέλιξη επιφέρει σχεδόν αντίστοιχη ύψωση του επιπέδου των τιμών με συγκλονιστικά αποτελέσματα για ολόκληρη την οικονομία. Ο έλεγχος είναι αναπόφευκτος διότι υπάρχει κίνδυνος λόγω των υψώσεων των τιμών, αποκρύψεως των ειδών, εφοδιασμού των ευπορότερων τάξεων και αποκλεισμού των απορότερων.

Συνεπώς, υποστηρίζεται η εκδοχή να υιοθετήσουν το ευρώ έναντι του δολαρίου οι χώρες παραγωγοί του πετρελαίου³⁰. Μια τέτοια εκδοχή, θα οδηγούσε στην ανατροπή ενός τριακονταετούς (30) δεσμού ανάμεσα στο δολάριο και στο πετρέλαιο, όπως εν μέρει καταδεικνύεται και από το **Παράρτημα Α** το οποίο παρατίθεται ακολούθως. Ως γνωστόν, το 1973 όταν τα περισσότερα κράτη παραγωγοί του πετρελαίου τετραπλασίασαν την τιμή, συνέδεσαν τις τιμές του μαύρου χρυσού με το αμερικανικό νόμισμα (δολάριο), γεγονός με τεράστια οικονομική σημασία. Διότι, όλα αυτά τα χρόνια το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα γέμισε με τα αποκαλούμενα «πετροδολάρια», τα οποία οι τράπεζες ανακύκλωναν υπό μορφή δανείων. Κατ' επέκταση το δολάριο καθιερώθηκαν και ως παγκόσμιο αποταμιευτικό νόμισμα και έτσι οι ανά τον κόσμο αποταμιευτές ήθελαν να αποταμιεύουν και να αποθησαυρίζουν δολάρια. Επίσης η αποσύνδεση του δολαρίου από το χρυσό το 1971, ενίσχυσε ακόμη περισσότερο την νομισματική προσωπικότητα του

²⁹ Βλ. *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 21.11.2007.

³⁰ Λ.χ. οι χώρες OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries): Ιράν, Ιράκ, Κουβέιτ, Σαουδική Αραβία, Βενεζουέλα, Κατάρ, Ινδονησία, Socialist Peoples Libyan Arab Jamahiriya, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, Αλγερία, Νιγηρία, Εκουαδόρ, Αγκόλα Gabon.

αμερικανικού νομίσματος, με αποτέλεσμα το διεθνές αποταμιευτικό κοινό να παρακολουθεί από κοντά τη συμπεριφορά των αγορών έναντι της αμερικανικής κυβερνήσεως και των οικονομικών επιλογών της.

Η σοβαρή αυτή εξέλιξη στα παγκόσμια νομισματικά δρώμενα, οδηγεί τις κεντρικές τράπεζες στο να πωλήσουν μέρος των αποθεμάτων τους σε χρυσό αλλά και στο να δώσουν μεγάλη προσοχή στη διαχείριση του συναλλάγματος. Γι' αυτό και παρατηρείται, το 1973 και μετά, οι κεντρικές τράπεζες να εφαρμόζουν πλέον μία συγκροτημένη συναλλαγματική διαχείριση (management) ενώ παράλληλα αλλάζουν και οι δομές των παγκόσμιων αγορών, οι οποίες γίνονται ολοένα και περισσότερο αβέβαιες και κυμαινόμενες και προσφέρονται σε ισχυρά κερδοσκοπικά παιχνίδια. Αντικατοπτρίζουν δε μια συλλογική κερδοσκοπία έναντι του μέλλοντος, της οποίας κύρια συστατικά στοιχεία είναι η αμερικανική εξωτερική πολιτική, η τιμή του πετρελαίου, οι εναλλακτικές πηγές ενέργειας, η Μέση Ανατολή, η πορεία της Ευρώπης και η οικολογία³¹.

Οι παγκόσμιες συναλλαγματικές πράξεις και νομισματικές συναλλαγές αυξάνονται σήμερα, με τις παγκόσμιες κινήσεις των χρηματιστηρίων εμπορευμάτων, αντιπροσωπεύουν τζίρο 1,5 τρισεκατομμύρια δολάρια ημερησίως. Όμως η φυσική και λογιστική παρουσία του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος στις παγκόσμιες αγορές αλλάζει τη δομή και τις συμπεριφορές τους.

Πράγματι, τα τέσσερα τελευταία χρόνια, το αμερικανικό δολάριο έχασε το 30% της αξίας του έναντι του ευρώ, με την κυβέρνηση Μπους να ενισχύει τη θετική πλευρά της υποτίμησης αυτής, υποστηρίζοντας ότι το υποτιμημένο δολάριο ευνοεί τις αμερικανικές εξαγωγές, οι οποίες με την άνοδό τους καλύπτουν μέρος του αμερικανικού εμπορικού ελλείμματος (5,2% του ΑΕΠ).

Στο νέο αυτό διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον, με την αστάθεια που επικρατεί στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, την υπερχρέωση των αμερικανικών νοικοκυριών, την ελάχιστη αμερικανική αποταμίευση, τα δημοσιονομικά ελλείμματα των ΗΠΑ λόγω στρατιωτικών δαπανών, καθώς και τη μείωση της φορολογίας, εξηγείται καλύτερα το γιατί πολλοί ξένοι επενδυτές πωλούν φθηνά δολάρια και άλλες αμερικανικές αξίες, αφού έχει σημαντικά κλονισθεί η εμπιστοσύνη τους έναντι των ΗΠΑ. Απομακρυνόμενοι οι διεθνείς επενδυτές από το δολάριο, εκτιμάται ότι μπορεί να υποτιμηθεί έναντι του ευρώ ακόμη και 20%. Αναφορικά με τις χώρες δε, που έχασαν χρήματα με την πτώση του δολαρίου από τις επενδύσεις που είχαν προβεί, θα στραφούν περισσότερο και θα αγοράζουν περισσότερα ευρώ.

Υπό τις συνθήκες αυτές εάν ο OPEC αποφάσιζε, σύμφωνα με την ως άνω εκδοχή, να μετατρέψει τη διεθνή τιμή του πετρελαίου από δολάρια σε ευρώ, τότε θα διαταράσσονταν η διεθνής ευάλωτη ισορροπία στις εξωτερικές σχέσεις, καθώς τα αμερικανικά αντίποινα θα αναμένονταν να προκαλέσουν τεράστια γεωπολιτικά προβλήματα, τα οποία όλοι τρέμουν. Διότι σήμερα, μέσω του OPEC και τη σύνδεση και αποτίμηση του πετρελαίου σε δολάρια, οι ΗΠΑ επηρεάζουν τις διεθνείς αγορές,

³¹ Για το λόγο αυτό διαπιστώνεται σήμερα οι περισσότερες πετρελαϊκές εταιρίες να έχουν μετονομασθεί από «Oil Companies» σε «Energy Companies».

επιρροή που ενισχύεται και με τη δολαριοποίηση της ιρακινής οικονομίας. Ωστόσο, δεν πρέπει να διαφεύγει το γεγονός ότι η παγκόσμια δολαριακή διπλωματία της υφιστάμενης αμερικανικής κυβέρνησης πλήττει σοβαρά την τιμολογιακή εξουσία του OPEC.

Από την άλλη, βέβαια, μεριά, μία νομισματική μετατροπή στις τιμολογήσεις του OPEC σε ευρώ, θα υποτιμούσε ακόμη περισσότερο το δολάριο, γιατί οι ΗΠΑ θα έπρεπε να αγοράζουν ευρώ με το νόμισμά τους, ώστε να πληρώνουν το εισαγόμενο πετρέλαιό τους και τότε η πιστωτική ασφυξία που θα δημιουργούνταν θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη και βαθύτερη ίσως οικονομική κρίση. Αλλά και αν «κοιτάξουμε την αντίστροφη όψη του νομίσματος», ενδεχομένως και η Ευρώπη να εισέρχονταν σε οικονομική κρίση, εξαιτίας της μείωσης της οικονομικής της δραστηριότητας και του κατακλυσμού της από φθηνότερα αμερικανικά εισαγόμενα σε αυτή προϊόντα. Οι κίνδυνοι, δηλαδή, που δημιουργούνται είναι μεγάλοι και σε κάθε περίπτωση αμφίδρομοι και απευκταίοι. Γι' αυτό απαιτούνται λεπτοί και σοβαροί χειρισμοί για τη συντήρηση λεπτών ισορροπιών.

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να αντιπαραθέσω ένα παράδειγμα που γεννά, ενδεχομένως, περισσότερα ερωτήματα ή προβληματισμό: Τις προηγούμενες δεκαετίες, όταν η **τιμή του πετρελαίου** ήταν στα 40 δολάρια, η αντίστοιχη **τιμή της ντομάτας** ήταν 1 δραχμή. Σήμερα, που η τιμή του δολαρίου έφθασε στα 99 και κάτι δολάρια η τιμή της ντομάτας αντίστοιχα ανέβηκε στα 2 ευρώ δηλαδή στις 681,50 δραχμές ($340,750 \times 2 = 681,5$ δραχμές.) Άρα, σήμερα δεν θα έπρεπε να κάνουμε λόγο για κρίση πετρελαίου αλλά για κρίση ντομάτας!

VII. Τί μέλλει γενέσθαι το προσεχές δωδεκάμηνο του 2008.

Καθώς η μεγάλη αστάθεια και μεταβλητότητα της πιστωτικής κρίσης επεκτείνονται και στην **πραγματική οικονομία**, όσον αφορά την **πορεία των μετοχών** οι τρεις πλέον κρατούσες εκδοχές που επικρατούν διαγράφουν τις αναμενόμενες προσδοκίες για την εξέλιξη της **κερδοφορίας** αντίστοιχα. Σύμφωνα με την πρώτη εκδοχή, που μπορεί να υποστηρίζεται από μια συντηρητική μειοψηφία, ο κόσμος εισέρχεται σε περίοδο ύφεσης και οι μετοχές σημειώνουν απώλειες πλέον του 15% στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη το προσεχές δωδεκάμηνο³².

Κατά τη δεύτερη εκδοχή, η οποία συγκεντρώνει τις μεγαλύτερες πιθανότητες από την πλειοψηφία, υποστηρίζεται ότι η ανάπτυξη στον κόσμο θα υποχωρήσει σε 4,2% το 2008 από 5% το 2007 (σε όρους ΔΝΤ), τα εταιρικά κέρδη θα επιβραδύνουν μερικώς, ο πληθωρισμός θα παραμείνει υπό έλεγχο, ώστε να μην επιβεβαιωθεί ο φόβος περί ύφεσης ή στασιμοπληθωρισμού και καθώς οι Κεντρικές Τράπεζες στις ΗΠΑ και την Ευρώπη θα μειώσουν τα επιτόκια κατά 0,75% και 0,50% αντίστοιχα, οι **μετοχές των ανεπτυγμένων αγορών** (ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ρωσία, Ευρώπη ιδίως Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία) θα σημειώσουν κέρδη 8%-12% και των **αναδυόμενων χωρών** 15% το ερχόμενο δωδεκάμηνο (Βραζιλία, Αργεντινή, Ινδία, Νοτιοανατολική Ασία ιδίως Ν. Κορέα, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ινδονησία).

³² Βλ. *Εφημερίδα «Το Βήμα»*, 16.12.2007, σ. Β20.

Για την τρίτη εκδοχή, κριτήριο για τους αναλυτές αποτελούν τα *εταιρικά κέρδη*. Αν δεν εισέλθουμε δηλαδή σε περίοδο ύφεσης, οι προσδοκίες για την αναμενόμενη εξέλιξη της εταιρικής κερδοφορίας εμφανίζονται υπερβολικά αισιόδοξες για το 2008 (Ευρώπη + 10%, ΗΠΑ + 14,5%, αναδυόμενες αγορές +15%).

Δεδομένου ότι η ανάκαμψη των εταιρικών κερδών την τελευταία πενταετία (5) ήταν τόσο δυναμική που σχεδόν δεν παραλληλίζεται με κανέναν άλλο ανοδικό κύκλο του πρόσφατου παρελθόντος (με τα περιθώρια κέρδους να βρίσκονται σε υψηλά πενήντα πέντε (55) ετών), περισσότερες είναι οι πιθανότητες περί μεγάλων απωλειών στις μετοχές το 2008, κάτι που εκτιμάται σε μονοψήφιες αποδόσεις στην κερδοφορία των μετοχών.

Εν μέσω των εκτιμήσεων πως οι **ζημιές** από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση θα αποδειχθούν μεγαλύτερες του αρχικώς αναμενόμενου το 2008 και θα φθάσουν τις εκατοντάδες εκατομμύρια ευρώ. Από την πλευρά της η **Moody's** εκτιμά ότι το **παγκόσμιο ποσοστό χρεοστασίων θα αυξηθεί κατακόρυφα το 2008, στο 4,2% έως τα τέλη του έτους**, καθώς η κρίση πίστωσης **περιορίζει την πρόσβαση σε χρηματοδοτικά κεφάλαια και η οικονομία επιβραδύνεται**.

Από την άλλη πλευρά, ακούγεται και εκείνη η πλευρά που υποστηρίζει ότι, πιθανόν να εξυπηρετεί τις ΗΠΑ, έως ένα σημείο βέβαια, η πτωτική τάση που σημειώνει το δολάριο, καθότι τώρα είναι σε θέση να πωλούν φθηνά το νόμισμά τους και να αυξάνουν το εξαγωγικό εμπόριο (**αύξηση των εξαγωγών** κατά 4,9% και των αποθεμάτων των επιχειρήσεων³³), αποφέροντας αντίστοιχα κέρδη, τα οποία συμβάλλουν στη μείωση του πληθωρισμού τους και, συνακόλουθα, στην απαραίτητη εξισορρόπηση του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών τους.

Ανεξαρτήτως της όποιας προτιμώμενης επιλογής εκ των ανωτέρω εκδοχών σε τέτοιους χαλεπούς καιρούς, αν στοχασθεί κανείς βαθύτερα, τότε σίγουρα θα εκτιμήσει περισσότερο, το πόσο απίστευτα πολύτιμη είναι η προσφορά ενός ικανού και έμπειρου οικονομολόγου, διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων κάθε σύγχρονου επιχειρηματικού φορέα (όχι μόνο των τραπεζικών ανώνυμων εταιριών), που με τη συσσωρευμένη σοφία και, συνάμα, απαραίτητη -εκ των ων ουκ άνευ- ψυχραιμία και νηφαλιότητά του, πρωτοστατεί στην αντιμετώπιση διαχειριστικών κρίσεων, στο σχεδιασμό στρατηγικών κινήσεων, στη δημιουργία επενδυτικών ευκαιριών και στην επίτευξη κερδοφόρων αποτελεσμάτων (κάλυψη ζημιών plus+ επίτευξη υψηλού τζίρου).

Δ. ΕΠΙΜΕΤΡΟ³⁴

³³ Βλ. *Εφημερίδα «Ημερησία»*, 30.11.2007, σ. 3.

³⁴ Τις εγκάρδιες ευχαριστίες μου στον κ. *Θωμά Θεοδωρουλάκη*, διαπρεπή Οικονομολόγο της εταιρίας «AVIN INTERNATIONAL S.A.» του Ομίλου Βαρδινογιάννη, Απόφοιτο του Πανεπιστημίου London School of Economics, για την τόσο πολύτιμη συμβολή του στην ολοκλήρωση της παρούσας μελέτης.

Οι θέσεις αυτές των μεγάλων Τραπεζών, ιδρυμάτων και επενδυτικών εταιριών αλλά και η έντονα παρεμβατική-διορθωτική διάθεση των Κεντρικών Τραπεζών, αποτελούν ελπίδα για ουσιαστική τροχοπέδη της διαφαινόμενης διαθέσεως στους μηχανισμούς της πιστωτικής πολιτικής να αντιμετωπίσουν τα φαινόμενα της ύφεσης. Είναι σαφές, σύμφωνα και με τις επιφυλάξεις που διατυπώνονται, ότι κανείς δεν μπορεί να προβλέψει την ακριβή κλίμακα της τρέχουσας κρίσης ρευστότητας και των πιέσεων που μπορεί να προκαλέσει στην κερδοφορία των τραπεζικών ομίλων, την κατανάλωση και κατ' επέκταση των εταιριών που εξάγουν μεγάλο μέρος της παραγωγής τους. Δεδομένου ότι οι αναπροσαρμογές στις αγορές συμβαίνουν ανά κύματα και ότι χρειάζεται να περάσει αρκετός καιρός για να φανεί ο πλήρης αντίκτυπος του υψηλότερου κόστους ... Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα κυμανθεί όλο το έτος από 1,8%-2,5%, γεγονός που ενισχύει τις προσδοκίες για νέα μείωση των επιτοκίων.

Κατόπιν της ανωτέρα ανασκόπησης, μπορούμε να καταλήξουμε στα εξής συμπεράσματα:

Η αναφανείσα οικονομική στενότητα και η πρόβλεψη πιθανής εντάσεως δεν έχει εξακριβωθεί πλήρως για το πόσο σοβαρή θα αποβεί, όπως παρεστάθη τους τελευταίους μήνες από διάφορες πλευρές. Η σιωπηρή, τωρινή νομισματική αντιπαράθεση, με την εκτεταμένη δυσχέρεια αποπληρωμής και την πιστωτική στενότητα που αυτή συνεπάγεται, θα διαρκέσει και τους προσεχείς μήνες. Οι όποιες τυχόν προβλέψεις χρειάζεται επομένως να είναι συγκρατημένες, ώστε να μη δημιουργηθεί περισσότερη ανασφάλεια και δυσπιστία στις αγορές.

Είναι γνωστό ότι, περί την εναλλαγή κάθε έτους αναφαίνονται πληθωρικά φαινόμενα στη διεθνή οικονομία, εποχιακής ως επί το πλείστον φύσεως, δίδοντα όμως αφορμή για συζητήσεις και λήψεις μέτρων περιοριστικών των πιστώσεων. Αυτή τη φορά όμως η **επιδεινούμενη διεθνή κατάσταση** και τα διαμορφούμενα τα πληθωρικά φαινόμενα ξεπέρασαν τον εποχιακό βαθμό, προκαλώντας ζωνρές συζητήσεις και ίσως κάποιον πανικό, υπό την επήρεια ανώμαλων οικονομικών και ψυχολογικών συνθηκών, με τις ταχύτατες μεταβολές τάσεων και διαθέσεων και τους επενδυτές και καταναλωτές να προσαρμόζουν άμεσα τις κινήσεις τους στο εκάστοτε κλίμα, παραμένοντας σε αυξημένη εγρήγορση όσο η αβεβαιότητα εξακολουθεί να αποτελεί το κυρίαρχο στοιχείο του επενδυτικού κλίματος. Και είναι αληθές ότι, σοβούν πιέσεις αυτή τη στιγμή, διεθνώς αλλά και στην ελληνική οικονομία, εάν δε δεν λάβουμε αμέσως μέτρα μακράς πνοής προς έγκαιρη και σοβαρή αντιμετώπισή τους, υπάρχει κίνδυνος να εκδηλωθούν ταχέως σε ευρεία κλίμακα.

Μια άποψη, φρονώ, που θα μπορούσε να υποστηριχθεί με την προσμονή των εξελίξεων από το κλείσιμο των ισολογισμών, είναι ότι εάν δεν μειωθούν τα επιτόκια περίπου στο 3%, είναι πολύ πιθανόν να εισέλθουμε σε οικονομική ύφεση, δηλαδή κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, ελάττωση της παραγωγής και αύξηση της ανεργίας. Οι αγορές, αυτή τη στιγμή, δεν έχουν φθάσει ακόμη σε τέτοιο σημείο ωριμότητας και ολοκλήρωσης, ώστε να οδηγηθούν σε νέο πτωτικό κύκλο.

Ένα σενάριο, με το οποίο προσωπικά συμφωνώ, είναι ότι για κάθε νέα ιστορική φάση, μελετώντας της είτε σε επίπεδο ατομικό είτε σε συλλογικό -στα

πλαίσια ενός έθνους ή μιας συντεταγμένης πολιτειακά κοινωνίας ή σε παγκόσμιο επίπεδο- διαγράφεται ένας κύκλος ζωής από την αρχή που ξενικά, περνώντας κατόπιν στη φάση ανάπτυξης και στη συνέχεια σε φάση καμψής, πτωτική, ωστόσο «πιάσει πάτο» για να τερματιστεί αυτός ο κύκλος και να αρχίσει να διαγράφεται ένας καινούργιος. Το αν χρονικά αυτό ο κάθε κύκλος ζωής θα είναι μικρότερης ή μεγαλύτερης διάρκειας και αντοχής, εξαρτάται από παράγοντες άλλοτε εσωτερικούς και άλλοτε εξωτερικούς. Εάν μελετήσει κανείς, λοιπόν, βαθύτερα και προσπαθήσει να ερμηνεύσει λογικά ή να μεταφράσει «τεχνικά» όπως θα έλεγε ένας οικονομολόγος, τη διαγραφόμενη πορεία και εξέλιξη της νομισματικής αντιπαράθεσης σήμερα ανάμεσα στο δολάριο και στο ευρώ -και παλαιότερα στο γερμανικό ισχυρό μάρκο μέχρι περίπου το 1999- όπως αυτή διαφαίνεται στο **Παράρτημα Β**, ξεκινώντας ωστόσο πιο πριν από το 1973, θα διαπιστώσει τα εξής:

Από το 1973 (αρχή του κύκλου) έως .. η αντιστοιχία μεταξύ δολαρίου και μάρκου ήταν 1 δολάριο για 2 μάρκα (ισοδύναμο με 2,5-3 περίπου ευρώ). Στη συνέχεια, σημειώθηκε μικρή πτώση του δολαρίου το 1978, την οποία ξεπέρασε και το 1985 άρχισε πάλι να ανεβαίνει και το 1995 η αναλογία δολαρίου προς μάρκο ήταν 1 προς 1.3430 (=1.44 ευρώ). Το 2000-2002 περίπου, κατά τη μεταβατική περίοδο, όταν σταδιακά το ευρώ άρχισε να εισάγεται ως ενιαίο νόμισμα στην Ευρώπη, η αναλογία ήταν για κάθε 0.8220 δολάριο αντιστοιχούσε 2,6 ευρώ. Μετά το 2002, το δολάριο βαθμιαία άρχισε να χάνει τη δυναμική του. Τις τελευταίες δε εβδομάδες, με το ξέσπασμα της πιστωτικής κρίσης παγκοσμίως, το δολάριο κατέβηκε στις 0.56 περίπου μονάδες και το ευρώ ανέβηκε στο 1.77, δηλαδή για κάθε δολάριο αντιστοιχούν 3 ευρώ περίπου. Τις τρεις τελευταίες δεκαετίες, επομένως, το δολάριο έχει χάσει τη μισή του και παραπάνω, ίσως, αξία του.

Εάν, μάλιστα, επιλέξουμε τη **θεωρία του Raymond Vernon** για τον «κύκλο ζωής του κάθε προϊόντος», θεωρώντας της ωςάν μια μικρογραφία για την ερμηνεία του πρόσφατου φαινομένου της πιστωτικής κρίσης, τότε το επόμενο βήμα θα ήταν το κλείσιμο αυτού του ανοδικού, έως τώρα, οικονομικού κύκλου, καθώς διεξήλθαμε από το στάδιο της αφειδούς κάλυψης των περισσότερες καταναλωτικών αναγκών σε νέα φάση, χαρακτηριζόμενη από μη συνεχιζόμενες οικονομικές δραστηριότητες και μη επαναλήψιμα χρηματοοικονομικά μεγέθη.

Υπό τις παρούσες δε συνθήκες και με την αναμενόμενη επέκταση του οικονομικού αντίκτυπου της πιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια οικονομία, η αξία του δολαρίου θα πέσει σε ακόμη πιο χαμηλά επίπεδα, εωστόσο κλείσει αυτός ο πτωτικός κύκλος για να αρχίσει αργότερα ένας άλλος οικονομικός κύκλος.

Το τελικό μου συμπέρασμα από την προηγηθείσα ανάλυση είναι ότι, ύστερα από μία δεκαετία, το 2017-2018 περίπου, η αναλογία ανάμεσα στο δολάριο και το ευρώ θα είναι η ακριβώς αντίστροφη από αυτή που ήταν όταν αρχικά εισήχθη ως δυνατό νόμισμα το ευρώ σε κυκλοφορία. Δηλαδή, σε κάθε 1 δολάριο θα αναλογούν 5,5-6 περίπου ευρώ, σύμφωνα με την αρχική του τιμή.

Απομένει τελικά ο χρόνος να φωτίσει την ιστορική διαδρομή μέσα από μια διαλεκτική, ανοικτή και ειρηνική -εύχομαι- διεργασία... Εσάς ένα τέτοιο σενάριο σας φαίνεται «εξωπραγματικό»;

Ασπασία Παναγιωτοπούλου

Δικηγόρος

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

I. ΒΙΒΛΙΟΠΑΡΟΥΣΙΑΣΕΙΣ

Στίβεν Μ. Γουόλτ, «Στρατηγικές αντίστασης στην ηγεμονία των ΗΠΑ», εκδ. Καστανιώτη, 2006.

Ξενοφών Ζολώτας, «Νομισματικές και οικονομικές μελέτες 1954-1996», Τράπεζα της Ελλάδος, 1997.

Ινστιτούτο Αμυντικών Αναλύσεων, Σειρά: Κείμενα Τεκμηρίωσης, Η Νομική Προσωπικότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκδ. 2003.

Π. Ρουμελιώτης, «Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση», ...

Γ. Παπαδημητρίου, «Η αργόσυρτη πορεία προς την ευρωπαϊκή ομοσπονδία», εκδ. Αντ.Ν. Σάκκουλα, 1997.

Νίκος Σκανδάμης, Ευρωπαϊκό Δίκαιο I - Θεσμοί της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2003.

Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου - Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, 2006.

Robert Gilpin, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία», εκδ. Ποιότητα Princeton University Press (Βιβλιοθήκη Πολιτικής Οικονομίας των Διεθνών Σχέσεων), 2004.

Robert Gilpin, «Πόλεμος και αλλαγή στη διεθνή πολιτική», εκδ. Ποιότητα-Cambridge University Press, 2006.

Joseph Stiglitz, «The Roaring Nineties», Penguin Books, 2003.

II. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ιάσωνας Στράτος, Άρθρο: «Η εισαγωγή του ευρώ και οι σχέσεις επιχειρήσεων-τραπεζών», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 1998.

Π.Α. Θωμόπουλος, Υποδιοικητή Τράπεζας της Ελλάδος, Άρθρο: «Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής», Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 1998.

Θεόδωρος Καρατζάς, Πρόεδρο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, «Ελληνική οικονομία και τραπεζικό σύστημα στην εποχή του ευρώ», Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, αρ. 24, 2001.

Λουκάς Παπαδήμος, Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, «Το ευρώ, η ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα», Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, αρ. 24, 2001.

Εφημερίδα «Το Βήμα», 26.08.2007, σ. Β10, 21.10.2007, σ. Β20, 11.11.2007, σ. Β/16, 9.12.2007, σ. Β16, 16.12.2007, σ. Β19-20.

Εφημερίδα «Ημερησία», 22.11.2007, σ. 5, 30.11.2007, σ. 3-4, 7.12.2007, σ. 10.

Εφημερίδα «Η Ναυτεμπορική», 20.11.2007.

Εφημερίδα «Financial Times», 24.11.2007.

Joseph Stiglitz, Εφημερίδα «Το Βήμα», 18.11.2007, σ. Β22.