# ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

... πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας και των αγορών



- Πώς οι 'αγορές' επηρεάζουν την οικονομία, τόσο τις κυκλικές διακυμάνσεις όσο και τις προοπτικές για μακροχρόνια ανάπτυξη και βελτίωση του βιοτικού επιπέδου;
- Είναι δυνατόν να χαλιναγωγηθούν οι 'αγορές'; Με τι τρόπο και τι κόστος;
- Μπορεί μία χώρα να είναι κύρια της οικονομικής της τύχης; Τι απαιτείται γι' αυτό;
- Η παρατηρούμενη αύξηση της συχνότητας και της εντάσεως των κρίσεων παγκοσμίως είναι τυχαία και παροδική ή μόνιμο χαρακτηριστικό της οικονομικής ζωής;
- Ήταν η κρίση της Ελλάδος το 2010 «κεραυνός εν αιθρία»; Είχαμε διδαχθεί από τα παθήματα άλλων χωρών; Υπάρχουν ανώδυνες επιλογές για έξοδο από την κρίση;
- Μέσω ποιων καναλιών η κρίση της Ελλάδος απείλησε την ύπαρξη του ευρώ;
- Τι κινδύνους και τι ευκαιρίες δημιουργούν οι κρίσεις, αλλά και οι συνηθισμένες κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, για τα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις, τις τράπεζες, τους επενδυτές... αλλά και τι διλήμματα για τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες;
- Θα μπορούσε το θεσμικό πλαίσιο να βελτιώσει τη σχέση κινδύνου αποδόσεως σε μία κοινωνία;
- Ποιες είναι οι διαμορφούμενες τάσεις στην παγκόσμια οικονομία;

Το ανά χείρας βιβλίο παρέχει απαντήσεις στα ανωτέρω ερωτήματα. Προς τούτο, κτίζει ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στον ταχύτατα μεταβαλλόμενο κόσμο στον οποίο ζούμε. Έναν κόσμο όπου η καθημερινότητά μας, η ευημερία μας και η δυνατότητά μας να κτίσουμε ένα καλύτερο «αύριο» για τα παιδιά μας επηρεάζονται, ενίοτε δραματικά, από δυνάμεις τις οποίες δεν ελέγχουμε, συνήθως δεν κατανοούμε, ούτε μπορούμε να προστατευθούμε από τις συνέπειές τους.

Το βιβλίο απευθύνεται σε όλους. Από απλούς ανθρώπους, οι οποίοι δεν έχουν οικονομικές γνώσεις, ούτε ασχολούνται με τα οικονομικά, μέχρι υψηλόβαθμα στελέχη επιχειρήσεων και χρηματοπιστωτικών οργανισμών, τα οποία έχουν πολλές γνώσεις και παραστάσεις και επιζητούν τεκμηριωμένες απαντήσεις σε θέματα του ενδιαφέροντός τους.

## ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

... πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας και των αγορών

Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



Copyright © 2011 Εκδόσεις ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ Βοσπόρου 65, 142 34 Ν. Ιωνία

Τηλ.: 210 27 18 547 / Fax: 210 27 73 047

E-mail: info@diplographia.gr / www.diplographia.gr

Γλωσσική επιμέλεια Λουκία Ξερούτσικου

Μακέτα εξωφύλλου Ρεβέκκα Βιτσαξάκη

e-mail: revekka@gmail.com

Διαχωρισμός – Εκτύπωση

ΜΠΑΞΑΣ Α.Ε.

e-mail: info@baxas.gr

ISBN 978-960-89648-2-2

Ο Άγγελος Α. Αντζουλάτος είναι καθηγητής τραπεζικής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Μετά την αποφοίτησή του από τη Σχολή Μηχανολόγων Μηχανικών του ΕΜΠ (1984), συνέχισε για MBA σε χρηματοοικονομικά (1986) και Ph.D. σε οικονομικά & διεθνείς επιχειρήσεις (1992) στο Stern School of Business – New York University.

Εργάστηκε στο τμήμα διεθνών οικονομικών ερευνών της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τραπέζης της Νέας Υόρκης (New York Fed) την περίοδο Αυγούστου 1994 – Μαΐου 1998, ενώ συνέχισε να διδάσκει στο Stern.

Στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής, διορίστηκε το Μάρτιο του 1999 ως αναπληρωτής καθηγητής και προήχθη σε καθηγητή το Δεκέμβριο του 2003. Έχει διατελέσει διευθυντής του μεταπτυχιακού προγράμματος, συντονιστής του διδακτορικού προγράμματος και αναπληρωτής πρόεδρος του Τμήματος. Έχει, επίσης, υπηρετήσει το Πανεπιστήμιο Πειραιώς ως αντιπρύτανης οικονομικού προγραμματισμού & αναπτύξεως (9/2002 – 8/2005). Από το 2007 διδάσκει και στο Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, ενώ την περίοδο Οκτωβρίου 1999 – Σεπτεμβρίου 2000 ήταν σύμβουλος για την ελληνική οικονομία του Ιδρύματος Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ).

Στο STERN τιμήθηκε με το Herman E. Kroos βραβείο καλύτερης διδακτορικής διατριβής (1992) και δύο STERN-Citibank βραβεία εξαιρετικής διδασκαλίας (1992, 1995). Η έρευνα του έχει δημοσιευθεί σε έγκριτα διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά, ενώ τα τρέχοντα ερευνητικά ενδιαφέροντά του εστιάζονται σε τραπεζική και χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Έχει, επίσης, ναυτικό φυλάδιο από μαθητής λυκείου –εργαζόμενος σε έξι πλοία κατά τη διάρκεια των θερινών διακοπών– και μαύρη ζώνη στο tae-kwon-do.

#### Τίτλοι και υπότιτλοι κεφαλαίων

#### Μέρος Α΄: Βασικές έννοιες

- 1. Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων ...και η τέχνη & επιστήμη των αναλύσεων
- 2. Εισαγωγή στους εθνικούς λογαριασμούς Με έμφαση στους εξωτερικούς λογαριασμούς μίας χώρας
- 3. Δείκτες τιμών και πληθωρισμός Η επιτομή της πολυπλοκότητας της οικονομικής ζωής
- 4. Πληθωρισμός και επιτόκια ...και ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου
- 5. Πληθωρισμός, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός ...και τα οφέλη της σταθερότητας των τιμών
- 6. Οικονομικοί κύκλοι Ανατομία και πρόβλεψη

#### Μέρος Β΄: Αναλύσεις βραχυχρονίων διακυμάνσεων

- 7. Λογική θεμελίωση των υποδειγμάτων Αναζητώντας τη χρυσή τομή μεταξύ ευχρηστίας και αποτελεσματικότητας
- 8. Ο 'Κεϋνσιανός Σταυρός' Ισορροπία στην αγορά αγαθών & υπηρεσιών
- 9. Το υπόδειγμα IS/LM Ισορροπία στις αγορές αγαθών & υπηρεσιών και χρήματος
- 10. Αναλύσεις σεναρίων & διαταραχών με το υπόδειγμα IS/LM Με έμφαση στη δυναμική του δημοσίου χρέους

#### Μέρος Γ΄: Νομισματική πολιτική & χρηματοοικονομικό σύστημα

- 11. Νομισματική πολιτική Οι κύριοι παίκτες και οι αποφάσεις τους
- 12. Κεντρική τραπεζική Νομισματική πολιτική και χρηματοοικονομική σταθερότητα

#### Μέρος Δ΄: Βραχυχρόνιες διακυμάνσεις & διεθνείς χρηματαγορές

- 13. Συναλλαγματικές ισοτιμίες Ένας δύσκολα ελεγχόμενος σταθεροποιητικός μηχανισμός
- 14. Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών Η αγορά συναλλάγματος και οι διεθνείς χρηματαγορές στο προσκήνιο
- Το υπόδειγμα Mundell-Fleming Αναλύοντας τις διεθνείς επιδράσεις
- 16. Το υπόδειγμα Mundell-Fleming (Μέρος Β΄) Επεκτάσεις και ειδικά θέματα
- 17. Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια Η άναρχη πειθαρχία των αγορών
- 18. Χρηματαγορές και το διεθνές νομισματικό σύστημα Δυναμική αλληλεπίδραση με απρόβλεπτες συνέπειες

#### Μέρος Ε΄: Μακροχρόνια ανάπτυξη

- 19. Η αγορά εργασίας στο προσκήνιο Μακροχρόνια ανάπτυξη και βραχυχρόνιες διακυμάνσεις
- 20. Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία Ακροβατώντας μεταξύ αναπτύξεως, ανισορροπιών, προσδοκιών και κρίσεων

#### Συνοπτικά περιεχόμενα

#### Μέρος Α΄: Βασικές έννοιες

#### Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 2

- 1.1 Εισαγωγή 2
- 1.2 Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 9
- 1.3 Στόχοι και εκπαιδευτικά εργαλεία 22
- 1.4 Προσέγγιση του βιβλίου 28
- 1.5 Ευχαριστίες 35

#### Εισαγωγή στους εθνικούς λογαριασμούς 36

- 2.1 Εισαγωγή 36
- 2.2 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν 38
- 2.3 Οι εξωτερικοί λογαριασμοί μίας χώρας 55
- 2.4 Ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 68
- 2.5 Η ταυτότητα αποταμιεύσεων επενδύσεων 80
- 2.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 85
- 2.7 Ασκήσεις 86

#### Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 89

- 3.1 Εισαγωγή 89
- 3.2 Η άνοδος και η πτώση του πληθωρισμού 90
- 3.3 Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 94
- 3.4 Πληθωρισμός Ένα απλό υπόδειγμα 110
- 3.5 Ένας επικίνδυνος φαύλος κύκλος 123
- 3.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 130
- 3.7 Ασκήσεις 131

#### Πληθωρισμός και επιτόκια 134

- 4.1 Εισαγωγή 134
- 4.2 Το πραγματικό επιτόκιο 135
- 4.3 Πραγματικό επιτόκιο & στρατηγική συμπεριφορά των καταθετών 147
- 4.4 Θεσμικό πλαίσιο και πραγματικά επιτόκια 149
- 4.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 159
- 4.6 Ασκήσεις 160

#### Πληθωρισμός, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός 161

- 5.1 Εισαγωγή 162
- 5.2 Πληθωρισμός 164
- 5.3 Υπερπληθωρισμός 186
- 5.4 Αντιπληθωρισμός 197
- 5.5 Σταθερότητα τιμών Ορισμός 210
- 5.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 212
- 5.7 Ασκήσεις 212

#### Οικονομικοί κύκλοι 216

- 6.1 Εισαγωγή 216
- 6.2 Σύντομη παρουσίαση 217
- 6.3 Ανατομία ενός τυπικού κύκλου 224
- 6.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων 237
- 6.5 Πρόβλεψη των οικονομικών κύκλων 243
- 6.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 253
- 6.7 Ασκήσεις 254

#### Μέρος Β΄: Αναλύσεις βραχυχρονίων διακυμάνσεων

#### Λογική θεμελίωση των υποδειγμάτων 257

- 7.1 Εισαγωγή 257
- 7.2 Περί των υποδειγμάτων 258
- 7.3 Κύριες μεταβλητές Αγορά αγαθών & υπηρεσιών 263
- 7.4 Επεκτάσεις Άλλες μεταβλητές 288
- 7.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 297
- 7.6 Ασκήσεις 297

#### Ο 'Κεϋνσιανός Σταυρός' 299

- 8.1 Εισαγωγή 300
- 8.2 Ανάλυση ισορροπίας 301
- 8.3 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών 307
- 8.4 Επεκτάσεις Ευελιξία του υποδείγματος 322
- 8.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 326
- 8.6 Ασκήσεις 326

#### Το υπόδειγμα IS/LM 329

- 9.1 Εισαγωγή 330
- 9.2 Ισορροπία στην αγορά αγαθών & υπηρεσιών 331
- 9.3 Ισορροπία στην αγορά χρήματος 340
- 9.4 Ισορροπία στην οικονομία 348
- 9.5 Ποιοτικές αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών 350
- 9.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 352
- 9.7 Ασκήσεις 352

#### Αναλύσεις σεναρίων & διαταραχών με το υπόδειγμα IS/LM 354

- 10.1 Εισαγωγή 354
- 10.2 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών Εισαγωγικά 355
- 10.3 Τυπικά σενάρια οικονομικής πολιτικής 357
- 10.4 Θέματα οικονομικής πολιτικής 372
- 10.5 Άλλα σενάρια και διαταραχές 378
- 10.6. Ελλείμματα του προϋπολογισμού και δημόσιο χρέος 386
- 10.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 403
- 10.8 Ασκήσεις 404

#### Μέρος Γ΄: Νομισματική πολιτική & χρηματοοικονομικό σύστημα

#### Νομισματική πολιτική 408

- 11.1 Εισαγωγή 409
- 11.2 Νομισματική κυκλοφορία Βασικές έννοιες και μεταβλητές 411
- 11.3 Σύντομη εισαγωγή στην τραπεζική 415
- 11.4 Δημιουργία χρήματος από τις εμπορικές τράπεζες 429
- 11.5 Η έλλειψη ρευστότητας και το ευάλωτο των τραπεζών 434
- 11.6 Εμπορικές τράπεζες και νομισματική κυκλοφορία 445
- 11.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 448
- 11.8 Ασκήσεις 449

#### Κεντρική τραπεζική 451

- 12.1 Εισαγωγή 451
- 12.2 Οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών 455
- 12.3 Άσκηση της νομισματικής πολιτικής 469
- 12.4 Κεντρικές τράπεζες & αγορές Δύσκολη συμβίωση 479
- 12.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 509
- 12.6 Ασκήσεις 510

#### Μέρος Δ΄: Βραχυχρόνιες διακυμάνσεις & διεθνείς χρηματαγορές

#### Συναλλαγματικές ισοτιμίες 514

- 13.1 Εισαγωγή 514
- 13.2 Ονομαστική ισοτιμία 516
- 13.3 Πραγματική ισοτιμία 518
- 13.4 Πληθωρισμός και μεταβολές της ονομαστικής ισοτιμίας 528
- 13.5 Συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών Σύντομη περιγραφή 535
- 13.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 547
- 13.7 Ασκήσεις 548

#### Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών 550

- 14.1 Εισαγωγή 550
- 14.2 Περί αποδόσεων 551
- 14.3 Η συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων 559
- 14.4 Επεκτάσεις 576
- 14.5 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών Επιδράσεις 586
- 14.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 597
- 14.7 Ασκήσεις 598

#### Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 601

- 15.1 Εισαγωγή 602
- 15.2 Εξωτερική ανισορροπία Αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός 603
- 15.3 Ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος 609
- 15.4 Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 613
- 15.5 Σενάρια οικονομικής πολιτικής 616
- 15.6 Διαταραχές από την αγορά συναλλάγματος 631
- 15.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 637
- 15.8 Ασκήσεις 637

#### Το υπόδειγμα Mundell-Fleming (Μέρος Β΄) 641

- 16.1 Εισαγωγή 641
- 16.2 Μικρή χώρα Επεκτάσεις 642
- 16.3 Μεγάλη χώρα Σενάρια οικονομικής πολιτικής 652
- 16.4 Άλλα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών 657
- 16.5 Ειδικά θέματα 669
- 16.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 675
- 16.7 Ασκήσεις 676

#### Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια 679

- 17.1 Εισαγωγή 679
- 17.2 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια Διλήμματα 681
- 17.3 Περί των συναλλαγματικών περιορισμών 695
- 17.4 Συναλλαγματικές κρίσεις 706
- 17.5 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια και το ευμετάβλητο των ισοτιμιών 714
- 17.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 723
- 17.7 Ασκήσεις 724

#### Χρηματαγορές και το διεθνές νομισματικό σύστημα 729

- 18.1 Εισαγωγή 729
- 18.2 Σταθερές έναντι μεταβλητών ισοτιμιών 731
- 18.3 Συστήματα ισοτιμιών Σύντομη ιστορική αναδρομή 736
- 18.4 Η πορεία προς την ΟΝΕ 759
- 18.5 Αναζητώντας το ιδανικό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών 762
- 18.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 768
- 18.7 Ασκήσεις 768

#### Μέρος Ε΄: Μακροχρόνια ανάπτυξη

#### Η αγορά εργασίας στο προσκήνιο 772

- 19.1 Εισαγωγή 773
- 19.2 Η αγορά εργασίας 774
- 19.3 Γενική ισορροπία Όλες οι αγορές μαζί 802
- 19.4 Ανάλυση σεναρίων και διαταραχών 806
- 19.5 Σταθεροποιητική πολιτική και μακροχρόνια ανάπτυξη 818
- 19.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 822
- 19.7 Ασκήσεις 823

#### Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία 826

- 20.1 Εισαγωγή 826
- 20.2 Ακροβατώντας μεταξύ αναπτύξεως, ανισορροπιών, προσδοκιών και κρίσεων 827
- 20.2 Μετριάζοντας τους κινδύνους Λύση από το θεσμικό πλαίσιο; 836
- 20.3 Η άγνωστη χρυσή τομή του θεσμικού πλαισίου 839

#### Ευρετήρια 842

#### Αναλυτικά περιεχόμενα

#### Μέρος Α΄: Βασικές έννοιες

#### Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 2

- 1.1 Εισαγωγή 2
- 1.2 Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 9

Μεγάλος αριθμός μεταβλητών 10

Σύνθετες αλληλεπιδράσεις 11

Συνεχείς αλλαγές στην οικονομία και τις χρηματαγορές 20

Έλλειψη καλών προβλέψεων 20

1.3 Στόχοι και εκπαιδευτικά εργαλεία 22

Στόχοι 22

Εκπαιδευτικά εργαλεία 23

1.4 Προσέγγιση του βιβλίου 28

Πλαίσιο αναλύσεων 28

Σύντομη περιγραφή 29

Φιλοσοφία 32

Αναγνωστικό κοινό 33

1.5 Ευχαριστίες 35

#### Εισαγωγή στους εθνικούς λογαριασμούς 36

- 2.1 Εισαγωγή 36
- 2.2 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν 38

Τρεις μέθοδοι μετρήσεως 39

Η μέθοδος των δαπανών 45

Χρήση των πραγματικών στοιχείων 49

2.3 Οι εξωτερικοί λογαριασμοί μίας χώρας 55

Διεθνείς επενδύσεις, εισοδήματα και πληρωμές 56

Τρία Ισοζύγια 62

2.4 Ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 68

Χρηματοδότηση 68

Δυνητικές επιπτώσεις 75

- 2.5 Η ταυτότητα αποταμιεύσεων επενδύσεων 80
- 2.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 85
- 2.7 Ασκήσεις 86

#### Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 89

- 3.1 Εισαγωγή 89
- 3.2 Η άνοδος και η πτώση του πληθωρισμού 90
- 3.3 Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 94

Βασικές έννοιες 94

Κατασκευή των δεικτών 99

Αδυναμίες των δεικτών 104

3.4 Πληθωρισμός – Ένα απλό υπόδειγμα 110 Πληθωριστικές πιέσεις και πληθωρισμός 111

Πληθωριστικές πιέσεις – Δυνάμεις προσφοράς και ζητήσεως 118

3.5 Ένας επικίνδυνος φαύλος κύκλος 123

Δυναμική 123

Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου 124

Ο ρόλος των προσδοκιών 126

Ο ρόλος της αξιοπιστίας των Αρχών 128

Ο ρόλος της συναινέσεως και της αξιοπιστίας των θεσμών 129

- 3.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 130
- 3.7 Ασκήσεις 131

#### Πληθωρισμός και επιτόκια 134

- 4.1 Εισαγωγή 134
- 4.2 Το πραγματικό επιτόκιο 135

Η πλευρά των αποταμιευτών/δανειστών 135

Η πλευρά των δανειζομένων 142

4.3 Πραγματικό επιτόκιο & στρατηγική συμπεριφορά των καταθετών 147

Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου 147

Γιατί όχι διοικητικά μέτρα; 148

#### 4.4 Θεσμικό πλαίσιο και πραγματικά επιτόκια 149

Μέτρα καταπιέσεως του χρηματοοικονομικού συστήματος 149 Απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος 155

- 4.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 159
- 4.6 Ασκήσεις 160

#### Πληθωρισμός, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός 161

- 5.1 Εισαγωγή 162
- 5.2 Πληθωρισμός 164

Όταν η 'κοινή λογική' δεν είναι πολύ λογική 164

Το κόστος του πληθωρισμού 166

5.3 Υπερπληθωρισμός 186

Το μέγεθος του προβλήματος 186

Ανατομία 188

Συνέπειες 189

5.4 Αντιπληθωρισμός 197

Το μέγεθος του προβλήματος 197

Ανατομία 198

Συνέπειες 202

- 5.5 Σταθερότητα τιμών Ορισμός 210
- 5.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 212
- 5.7 Ασκήσεις 212

#### Οικονομικοί κύκλοι 216

- 6.1 Εισαγωγή 216
- 6.2 Σύντομη παρουσίαση 217

Χαρακτηριστικά 218

Περιγραφή 221

6.3 Ανατομία ενός τυπικού κύκλου 224

Περί της πολυπλοκότητας των κύκλων 224

Ανατομία ενός τυπικού κύκλου 226

Περί της πολυπλοκότητας των κύκλων (Συνέχεια) 231

- 6.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων 237
- 6.5 Πρόβλεψη των οικονομικών κύκλων 243

Δείκτες 244

Αδυναμίες των δεικτών 249

- 6.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 253
- 6.7 Ασκήσεις 254

#### Μέρος Β΄: Αναλύσεις βραχυχρονίων διακυμάνσεων

#### Λογική θεμελίωση των υποδειγμάτων 257

7.1 Εισαγωγή 257

7.2 Περί των υποδειγμάτων 258

Ορισμός 258

Χρονοδιάγραμμα παρουσιάσεως 259

Αλγόριθμος 260

Χρήση 262

Κατηγορίες μεταβλητών 262

7.3 Κύριες μεταβλητές – Αγορά αγαθών & υπηρεσιών 263

Συνολική ζήτηση 263

Ιδιωτική κατανάλωση 264

Διαθέσιμο εισόδημα 274

Φόροι 275

Επενδύσεις 276

Δημόσια κατανάλωση 281

Εξαγωγές 282

Εισαγωγές 283

Συνθήκη ισορροπίας 285

Σύνοψη. 285

7.4 Επεκτάσεις – Άλλες μεταβλητές 288

Κατανάλωση 288

Επενδύσεις 292

Εξαγωγές και εισαγωγές 296

Ισολογισμοί και συναλλαγματικός κίνδυνος 296

7.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 297

7.6 Ασκήσεις 297

#### Ο 'Κεϋνσιανός Σταυρός' 299

8.1 Εισαγωγή 300

8.2 Ανάλυση ισορροπίας 301

Κύριες μεταβλητές 301

Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές 301

Ισορροπία 304

8.3 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών 307

Αύξηση των δημοσίων δαπανών 309

Αναλύσεις διαταραχών – Συνοπτική παρουσίαση 317

8.4 Επεκτάσεις – Ευελιξία του υποδείγματος 322

6ο Βήμα του αλγορίθμου – Περισσότερες επιδράσεις 324

- 8.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 326
- 8.6 Ασκήσεις 326

#### Το υπόδειγμα IS/LM 329

- 9.1 Εισαγωγή 330
- 9.2 Ισορροπία στην αγορά αγαθών & υπηρεσιών 331

Κύριες μεταβλητές 331

Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές 331

Ισορροπία 331

Μεταβολές της ισορροπίας 337

9.3 Ισορροπία στην αγορά χρήματος 340

Κύριες μεταβλητές 340

Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές 343

Ισορροπία 343

Μεταβολές της ισορροπίας 346

- 9.4 Ισορροπία στην οικονομία 348
- 9.5 Ποιοτικές αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών 350
- 9.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 352
- 9.7 Ασκήσεις 352

#### Αναλύσεις σεναρίων & διαταραχών με το υπόδειγμα IS/LM 354

- 10.1 Εισαγωγή 354
- 10.2 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών Εισαγωγικά 355
- 10.3 Τυπικά σενάρια οικονομικής πολιτικής 357

Επεκτατική νομισματική πολιτική 357

Επεκτατική δημοσιονομική πολιτική 365

10.4 Θέματα οικονομικής πολιτικής 372

Πρώτη σύγκριση της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής 372

Μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής 373

Δημοσιονομική και νομισματική πολιτική: είναι ανεξάρτητες; 376

Οικονομική πολιτική και οικονομικός κύκλος 376

10.5 Άλλα σενάρια και διαταραχές 378

Εφαρμογές του αλγορίθμου 378

Προσδοκίες: ενδογενείς ή εξωγενείς; 385

Επεκτάσεις του υποδείγματος 385

10.6. Ελλείμματα του προϋπολογισμού και δημόσιο χρέος 386

Δυνητικές παρενέργειες 386

Ελλείμματα του προϋπολογισμού – Συστατικά. 390

Η δυναμική του δημοσίου χρέους 394

Η αξία της αξιοπιστίας και ο πειρασμός του χρέους 401

Χρηματοδότηση του ελλείμματος και του χρέους 402

10.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 403

10.8 Ασκήσεις 404

#### Μέρος Γ΄: Νομισματική πολιτική & χρηματοοικονομικό σύστημα

#### Νομισματική πολιτική 408

- 11.1 Εισαγωγή 409
- 11.2 Νομισματική κυκλοφορία Βασικές έννοιες και μεταβλητές 411
- 11.3 Σύντομη εισαγωγή στην τραπεζική 415

Τραπεζική λογιστική – Βασικές έννοιες 416

Διαμεσολάβηση και σχετικοί κίνδυνοι 419

- 11.4 Δημιουργία χρήματος από τις εμπορικές τράπεζες 429
- 11.5 Η έλλειψη ρευστότητας και το ευάλωτο των τραπεζών 434
- 11.6 Εμπορικές τράπεζες και νομισματική κυκλοφορία 445
- 11.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 448
- 11.8 Ασκήσεις 449

#### Κεντρική τραπεζική 451

- 12.1 Εισαγωγή 451
- 12.2 Οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών 455

Στόχοι 455

Εργαλεία 459

Περιορισμοί 463

12.3 Άσκηση της νομισματικής πολιτικής 469

Κανονικές συνθήκες 469

Συνθήκες υπερπληθωρισμού ή αντιπληθωρισμού 477

12.4 Κεντρικές τράπεζες & αγορές – Δύσκολη συμβίωση 479

Η μεγάλη εικόνα 479

Ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι 483

'Φούσκες' 490

Κρίσεις 496

- 12.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 509
- 12.6 Ασκήσεις 510

#### Μέρος Δ΄: Βραχυχρόνιες διακυμάνσεις & διεθνείς χρηματαγορές

#### Συναλλαγματικές ισοτιμίες 514

- 13.1 Εισαγωγή 514
- 13.2 Ονομαστική ισοτιμία 516
- 13.3 Πραγματική ισοτιμία 518

Τιμές και ανταγωνιστικότητα 518

Πραγματική ισοτιμία 521

Διμερείς και σταθμισμένες ισοτιμίες 524

13.4 Πληθωρισμός και μεταβολές της ονομαστικής ισοτιμίας 528

Πληθωρισμός και μεταβολές της ανταγωνιστικότητας 528

Ο 'Νόμος της μίας τιμής' 531

13.5 Συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών – Σύντομη περιγραφή 535

Νομισματική ένωση 536

'Dollarization' 538

Currency Board 539

'Truly fixed' exchange rate 541

Adjustable peg 542

Crawling peg 543

Basket peg 544

Target zone 545

Managed float 547

Pure float 547

- 13.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 547
- 13.7 Ασκήσεις 548

#### Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών 550

- 14.1 Εισαγωγή 550
- 14.2 Περί αποδόσεων 551

Αποδόσεις αξιογράφων/επενδύσεων 552

Συναλλαγματική απόδοση 555

14.3 Η συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων 559

Απόδειξη 559

Συνέπειες 567

#### 14.4 Επεκτάσεις 576

Απλουστευτικές υποθέσεις – Επανεξέταση 576

Ασφάλιστρο ρευστότητας 577

Κόστη συναλλαγών 579

Ασφάλιστρο κινδύνου 581

Συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων - Ρεαλιστικότερη μορφή 583

#### 14.5 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών – Επιδράσεις 586

Νομισματική πολιτική 588

Προσδοκίες 589

Χρηματοοικονομική μόλυνση (Contagion) 591

Οικονομική πολιτική 593

Πληθωρισμός 593

Μακροοικονομικές ανισορροπίες 594

Συνθήκες στις διεθνείς χρηματαγορές 595

Θεσμικό πλαίσιο 596

Σύνοψη 596

#### 14.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 597

14.7 Ασκήσεις 598

#### Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 601

15.1 Εισαγωγή 602

#### 15.2 Εξωτερική ανισορροπία – Αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός 603

Σύστημα μεταβλητών ισοτιμιών 604

Σύστημα σταθερών ισοτιμιών 605

Σύνοψη 607

Αδρανοποίηση 607

#### 15.3 Ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος 609

Κύριες μεταβλητές 609

Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές 610

Ισορροπία 610

Μεταβολές της ισορροπίας 612

#### 15.4 Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 613

Ισορροπία 613

Αλγόριθμος αναλύσεως σεναρίων και διαταραχών 614

Απλουστεύσεις 615

#### 15.5 Σενάρια οικονομικής πολιτικής 616

(Αξιόπιστο) Σύστημα σταθερών ισοτιμιών 617

Σύστημα μεταβλητών ισοτιμιών 623

Σύστημα ισοτιμιών και αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής 629

#### 15.6 Διαταραχές από την αγορά συναλλάγματος 631

Αύξηση του διεθνούς επιτοκίου 631

Αύξηση των ασφαλίστρων κινδύνου και ρευστότητας 634

Μη-αναμενόμενη υποτίμηση 634

Ένταση των προσδοκιών υποτιμήσεως 636

#### 15.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 637

15.8 Ασκήσεις 637

#### Το υπόδειγμα Mundell-Fleming (Μέρος Β΄) 641

16.1 Εισαγωγή 641

#### 16.2 Μικρή χώρα – Επεκτάσεις 642

Ο δυνητικός ρόλος των συναλλαγματικών περιορισμών 642

Περί των συναλλαγματικών αποθεμάτων 648

#### 16.3 Μεγάλη χώρα – Σενάρια οικονομικής πολιτικής 652

Επεκτατική νομισματική πολιτική υπό σταθερή ισοτιμία 653

Επεκτατική νομισματική πολιτική υπό μεταβλητή ισοτιμία 655

Σενάρια οικονομικής πολιτικής – Σύνοψη 656

#### 16.4 Άλλα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών 657

Μη-αξιόπιστο σύστημα (Non-credible) σταθερών ισοτιμιών 657

Ρυθμιζόμενη ισοτιμία (Adjustable peg) 665

Διολισθαίνουσα ισοτιμία (Crawling peg) 667

Σύστημα ζώνης (Target zone) 667

#### 16.5 Ειδικά θέματα 669

Δανεισμός σε ξένο νόμισμα – Τα στρεβλά κίνητρα των σταθερών ισοτιμιών 670 'Η αδύνατη τριάδα' ('The impossible trinity') 672 Ο ρόλος των προσδοκιών και η αξία της αξιοπιστίας 673

16.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 675

16.7 Ασκήσεις 676

#### Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια 679

17.1 Εισαγωγή 679

17.2 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια – Διλήμματα 681

Θετικά 682

Αρνητικά 686

17.3 Περί των συναλλαγματικών περιορισμών 695

Ταξινόμηση 696

Στόχοι 699

Θετικά και αρνητικά 701

17.4 Συναλλαγματικές κρίσεις 706

Υποδείγματα 1ης Γενεάς – Ο ρόλος των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών 708

Υποδείγματα 2ης Γενεάς – Ο ρόλος των προσδοκιών 709

Μία σύνθεση των υποδειγμάτων 711

Οι 'δίδυμες κρίσεις' – Τραπεζικές & συναλλαγματικές. 712

17.5 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια και το ευμετάβλητο των ισοτιμιών 714

Προσφορά & ζήτηση – Ένα απλό υπόδειγμα για τις ισοτιμίες 716

Περί των πληροφοριών και προσδοκιών 718

Ονομαστικές ισοτιμίες και θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη 720

Εξηγώντας τη συμπεριφορά των ονομαστικών ισοτιμιών 721

Βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις, μεσο-μακροπρόθεσμες τάσεις 723

17.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 723

17.7 Ασκήσεις 724

#### Χρηματαγορές και το διεθνές νομισματικό σύστημα 729

18.1 Εισαγωγή 729

18.2 Σταθερές έναντι μεταβλητών ισοτιμιών 731

Συγκριτικά πλεονεκτήματα των αξιόπιστων σταθερών ισοτιμιών 731

Συγκριτικά πλεονεκτήματα των μεταβλητών ισοτιμιών 734

18.3 Συστήματα ισοτιμιών – Σύντομη ιστορική αναδρομή 736

Ο 'Κανόνας του Χρυσού' ('Gold Standard'), 1879 – 1913 739

Η ταραχώδης περίοδος του Μεσοπολέμου, 1919 – 1939 743

Το Σύστημα Bretton Woods, 1945 – 1971 749

Κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1971 – Παρόν 757

18.4 Η πορεία προς την ΟΝΕ 759

18.5 Αναζητώντας το ιδανικό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών 762

18.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 768

18.7 Ασκήσεις 768

#### Μέρος Ε΄: Μακροχρόνια ανάπτυξη

#### Η αγορά εργασίας στο προσκήνιο 772

19.1 Εισαγωγή 773

19.2 Η αγορά εργασίας 774

Η συνάρτηση παραγωγής 774

Ζήτηση 783

Προσφορά 787

Ισορροπία 790

Μεταβολές της ισορροπίας 796

19.3 Γενική ισορροπία – Όλες οι αγορές μαζί 802

Η αγορά εργασίας στο σύστημα συντεταγμένων (Υ, і). 802

Γενική ισορροπία 804

Σταθεροποιητικοί μηχανισμοί 805

19.4 Ανάλυση σεναρίων και διαταραχών 806

Αγορά αγαθών & υπηρεσιών 807

Αγορά χρήματος 809

Αγορά συναλλάγματος 810

Αγορά εργασίας 811

19.5 Σταθεροποιητική πολιτική και μακροχρόνια ανάπτυξη 818

Από τη σταθεροποιητική πολιτική στη μακροχρόνια ανάπτυξη 819

Από τη μακροχρόνια ανάπτυξη στη σταθεροποιητική πολιτική 821

- 19.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 822
- 19.7 Ασκήσεις 823

#### Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία 826

- 20.1 Εισαγωγή 826
- 20.2 Ακροβατώντας μεταξύ αναπτύξεως, ανισορροπιών, προσδοκιών και κρίσεων 827 Περί των κινδύνων 827

Ενισχυτές διαταραχών 828

Αλληλεπριδράσεις των ενισχυτών διαταραχών και των αποσταθεροποιητικών μηχανισμών 830

Άλλες επιδράσεις 831

20.2 Μετριάζοντας τους κινδύνους – Λύση από το θεσμικό πλαίσιο; 836

Η «υπόσχεση» των περιορισμών 836

Προβληματισμοί 837

20.3 Η άγνωστη χρυσή τομή του θεσμικού πλαισίου 839

#### Ευρετήρια 842

#### Κατάλογος ενθέτων

- 1.1. Παρομοιώσεις για το Χάος των Χρηματοοικονομικών Εξελίξεων 3
- 1.2. Διευκρινίσεις & Ορισμοί 4
- 1.3. Η Κρίση που Άλλαξε τον Κόσμο 4
- 1.4. Παράδειγμα Αντικρουομένων Μηνυμάτων 11
- 1.5. Υπάρχει Λογική στις Χρηματοοικονομικές Εξελίξεις; 12
- 1.6. Βλέποντας την Κρίση να Έρχεται... 12
- 1.7. «Ουδέν καλόν αμιγές κακού» 13
- 1.8. Επιλογές Πολιτικής: Συνήθως, «Το Μη Χείρον Βέλτιστον» 13
- 1.9. Ιαπωνία στη Δεκαετία του 1990 «Ταξιδεύοντας στο Άγνωστο…» 14
- 1.10. Τουρκία 2001 Επενδυτικό «Βατερλώ» 14
- 1.11. Τραπεζικές Κρίσεις, 1980 1996 15
- 1.12. Οι «Κανόνες του Παιχνιδιού» Αλλάζουν... 16
- 1.13. «Ό,τι Αρχίζει Ωραίο…» 17
- 1.14. Η Μάχη του Δολαρίου 1995 18
- 1.15. Η Μάχη του Δολαρίου (Συνέχεια) 2001 18
- 1.16. «Κακές» Προβλέψεις Συμβαίνουν και στα «Καλύτερα Σπίτια» 20
- 1.17. Κακές και Λιγότερο Κακές Προβλέψεις «Το Μη Χείρον Βέλτιστον» 21
- 1.18. Ακριβείς ή Χρήσιμες Προβλέψεις; 22
- 1.19. Στόχοι, Εργαλεία, Περιορισμοί και Προβλέψεις 23
- 1.20. Σταθμοί της Χρηματοοικονομικής Ιστορίας, 1900 2010 24
- 1.21. 'Tell-Our-Mom Test' Ένα Δύσκολο Test για Αναλυτές 26
- 1.22. Τύποι Αναγνωστών και Προτεινόμενος Τρόπος Μελέτης 34
- 2.1. ΑΕΠ και Ευτυχία 43
- 2.2. Το ΑΕΠ της Ελλάδος 47
- 2.3. Μέτρηση του ΑΕΠ και Ισορροπία στην Αγορά Αγαθών & Υπηρεσιών 48
- 2.4. Λογική και Αριθμοί Μία Εφαρμογή στην Ανάλυση Σεναρίων 49
- 2.5. Το Εξωτερικό Εμπόριο της Ευρωζώνης 51
- 2.6. Πρωταθλητές στην Παραοικονομία 53
- 2.7. Ελλάδα Μία Υπερχρεωμένη Χώρα 60
- 2.8. Από το ΑΕΠ στο Διαθέσιμο Εισόδημα των Νοικοκυριών 61
- 2.9. Όταν οι Δαπάνες Ξεπερνούν το Εισόδημα Πρώτη Προσέγγιση 65
- 2.10. Ελλάδα Το Χρονικό μίας Προαναγγελθείσας Κρίσεως 71
- 2.11. Μακροοικονομικά Μεγέθη Ροές και Ποσότητες 73
- 2.12. Ο Μεγαλύτερος Οφειλέτης και ο Μεγαλύτερος Πιστωτής 74
- 2.13. Μετρώντας το Ρόλο της Κυβερνήσεως στην Οικονομία 81
- 2.14. Όταν οι Δαπάνες Ξεπερνούν το Εισόδημα Επανεξέταση 82
- 3.1. Πληθωρισμός και 'The Law of Living Memory' 92
- 3.2. Πληθωρισμός, Αποπληθωρισμός και Αντιπληθωρισμός 95
- 3.3. Δείκτες Laspeyres, Paasche και Fisher 105
- 3.4. Πόσο Μεγάλη είναι η Μεροληψία του ΔΤΚ; 107
- 3.5. Σταθερότητα Τιμών Ορισμός 107
- 3.6. 'Chain-weighted' Πραγματικό ΑΕΠ 109
- 3.7. Πηγές Πληθωριστικών Πιέσεων 112
- 3.8. Η Ανελαστικότητα των Τιμών στην Πράξη 117
- 3.9. Ανελαστικότητα των Τιμών Μαθήματα για Οικονομικούς Παράγοντες 118
- 3.10. Καταπολέμηση του Πληθωρισμού 119
- 3.11. Παρακολουθώντας τις Πληθωριστικές Πιέσεις 120
- 3.12. Οι Υπερβολές της 'Νέας Οικονομίας' 122
- 3.13. Το Κόστος του Αποπληθωρισμού 125
- 3.14. Πληθωρισμός, Κυβερνήσεις και Κεντρικές Τράπεζες 125
- 3.15. Δομικός Πληθωρισμός 126
- 3.16. Ελλάδα Κάποια «Κρυφά» Οφέλη της ΟΝΕ 129
- 3.17. Παγκοσμιοποίηση, Απελευθέρωση των Αγορών & Πληθωρισμός 129
- 4.1. Πληθωρισμός και Ονομαστικά Επιτόκια 139
- 4.2. Ονομαστικά Επιτόκια Καταθέσεων και Δανεισμού 143

- 4.3. Αξιοπιστία των Αρχών και Πραγματικά Επιτόκια 144
- 4.4. Μακροοικονομική Σταθεροποίηση και Πραγματικά Επιτόκια 145
- 4.5. Regulation Q 151
- 4.6. Η Απελευθέρωση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος της Ελλάδος 155
- 4.7. Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση και Πραγματικά Επιτόκια 157
- 4.8. Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση «Ουδέν καλόν αμιγές κακού» 158
- 5.1. Χρηματοοικονομικός Τύπος: Πληθωρισμός Παντού 163
- 5.2. Οι Λειτουργίες του Χρήματος 165
- 5.3. Τιμαριθμοποιημένα Κυβερνητικά Ομόλογα 169
- 5.4. Exchange-Rate-based Stabilization Programs 176
- 5.5. ΟΝΕ και Πραγματικά Επιτόκια 'Συν' και 'Πλην' 177
- 5.6. Ασφάλιστρο Πληθωρισμού Λογική 178
- 5.7. Ασφάλιστρο Συναλλαγματικού Κινδύνου Λογική 180
- 5.8. Ασφάλιστρο Κινδύνου Πτωχεύσεως Λογική 182
- 5.9. Πληθωρισμός και Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας 183
- 5.10. Γερμανία 1948 Τα Οφέλη της Σταθερότητας των Τιμών 196
- 5.11. Το Κατώτατο Όριο του Ονομαστικού Επιτοκίου 199
- 5.12. Καλός και Κακός Αντιπληθωρισμός Σύγκριση 201
- 5.13. Τιμές Ακινήτων & Αξιογράφων και Αντιπληθωρισμός 205
- 5.14. Ο Αντιπληθωρισμός της Ιαπωνίας, 1999 2005 206
- 6.1. Πληθωρισμός και Φάση του Οικονομικού Κύκλου 222
- 6.2. Χρονολογία των Οικονομικών Κύκλων 224
- 6.3. Βλέποντας Μπροστά Η «Μεγάλη Εικόνα» του Βιβλίου 231
- 6.4. Οι Οικονομικοί Κύκλοι των Αναπτυσσομένων Χωρών 232
- 6.5. Οι Υπερβολικές Φήμες για το Τέλος των Οικονομικών Κύκλων 233
- 6.6. Μετριασμός των Οικονομικών Κύκλων Πιθανές Αιτίες 235
- 6.7. Το Μακροχρόνιο Κόστος των Κρίσεων Η Εμπειρία της Ν.Α. Ασίας 240
- 6.8. Η Μεγάλη Διεθνής Ύφεση της Δεκαετίας του 1930 242
- 6.9. Δείκτες των Οικονομικών Κύκλων 244
- 6.10. Καμπύλη Αποδόσεων Ένας Σημαντικός Προπορευόμενος Δείκτης 247
- 6.11. Προπορευόμενοι Δείκτες και Προβλέψεις των Σημείων Καμπής 249
- 6.12. Παράδειγμα Αντικρουομένων Σημάτων 250
- 6.13. Χρηματοοικονομικός Τύπος και Οικονομικοί Δείκτες 253
- 7.1. Κατανάλωση και Τιμές Ακινήτων και Μετοχών 269
- 7.2. Το Μέγεθος του Συντελεστή b Στοιχεία 272
- 7.3. Το Μέγεθος του Συντελεστή b Λογική 273
- 7.4. Πηγές Χρηματοδοτήσεως των Επιχειρήσεων 278
- 7.5. Από την Πληθώρα των Επιτοκίων Ποιο; 280
- 8.1. Γρήγορες Αναλύσεις Σεναρίων και Διαταραχών 316
- 8.2. Μετατοπίσεις της Καμπύλης AD Λογική 319
- 8.3. Διεθνής Μετάδοση των Οικονομικών Κύκλων Γρήγορη Ανάλυση 322
- 9.1. Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Ζητήσεως Χρήματος 341
- 9.2. Είναι η Ταχύτητα Κυκλοφορίας του Χρήματος Σταθερή; 342
- 9.3. Η 'Κλασσική' Ποσοτική Θεωρία του Χρήματος 345
- 9.4. Μικροοικονομική Θεμελίωση της LM 346
- 10.1. Νομισματική Πολιτική Τέχνη & Επιστήμη 362
- 10.2. Αποτελεσματικότητα της Νομισματικής Πολιτικής 363
- 10.3. Παγίδα Ρευστότητας 364
- 10.4. Χρηματοοικονομικός Τύπος και Νομισματική Πολιτική 365
- 10.5. Περικλής, ο Πρώτος Κεϋνσιανός 369
- 10.6. Χρηματοοικονομικός Τύπος Σενάρια Δημοσιονομικής Πολιτικής 370
- 10.7. Μονεταριστές και Δημοσιονομική Πολιτική 371
- 10.8. Ο Πολλαπλασιαστής των Δημοσίων Δαπανών 374
- 10.9. Περί του Αριθμού των Οργάνων της Οικονομικής Πολιτικής 375

- 10.10. Μπροστά στην Οθόνη του Bloomberg 377
- 10.11. Προσδοκίες και Κατανάλωση ΗΠΑ, Σεπτέμβριος 2001 380
- 10.12. Δείκτες Προσδοκιών των Νοικοκυριών και των Επιχειρήσεων 381
- 10.13. Το Σύνδρομο των Υπερ-Αισιοδόξων Προσδοκιών 382
- 10.14. Χρηματοοικονομικός Τύπος Εξαγωγές και Ανάπτυξη 383
- 10.15. «Ατμομηχανές» της Παγκοσμίου Οικονομίας 383
- 10.16. Κανάλια Διεθνούς Μεταδόσεως των Οικονομικών Κύκλων 384
- 10.17. Ελλάδα 2010 Το Πρόγραμμα Σταθεροποιήσεως & Αναπτύξεως 387
- 10.18. Ελλείμματα του Προϋπολογισμού & Δημόσιο Χρέος 5 Ερωτήματα 390
- 10.19. Ο Δημοσιονομικός Εκτροχιασμός της Ελλάδος 393
- 10.20. Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας 395
- 10.21. Η Δημοσιονομική Προσαρμογή της Ελλάδος Ο 13°ς Άθλος του Ηρακλή; 398
- 10.22. Τα Τέσσερα 'D' του Τρόμου: Debt, Deficits, Deflation, Depreciation 400
- 10.23. Δημόσιο Χρέος και Αποσταθεροποιητικές Προσδοκίες 401
- 11.1. Συνιστώσες της Νομισματικής Κυκλοφορίας 412
- 11.2. Περί της Ρευστότητας 416
- 11.3. Ο Μετασχηματισμός Διάρκειας Παραστατικά 423
- 11.4. Άλλοι Τραπεζικοί Κίνδυνοι 426
- 11.5. Η 'Αδιαφάνεια' των Τραπεζών 437
- 11.6. Ασύμμετρη Πληροφόρηση και Επιπτώσεις της 442
- 11.7. Εγγύηση Καταθέσεων «Δίκοπο Μαχαίρι» 444
- 11.8. 'Τοο big to fail' Ισχύς εν τη Αδυναμία 445
- 12.1. Στόχοι ΕΚΤ, Fed και Τράπεζα της Αγγλίας 456
- 12.2. Στόχευση του Πληθωρισμού Inflation Targeting 458
- 12.3. Επιτόκια Κεντρικών Τραπεζών ΕΚΤ και Fed 461
- 12.4. Ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών και Πληθωρισμός 466
- 12.5. Οι Δύο Πυλώνες της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ 469
- 12.6. Ενδιάμεσοι και Τελικοί Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής 470
- 12.7. ΕΚΤ Δώδεκα Χρόνια Νομισματικής Πολιτικής, 1999 2010 471
- 12.8. Ανακοινώσεις των Κεντρικών Τραπεζών και Νομισματική Πολιτική 473
- 12.9. Οδηγοί της Νομισματικής Πολιτικής 474
- 12.10. Κανάλια Μεταδόσεως της Νομισματικής Πολιτικής 475
- 12.11. Κανόνες έναντι Διακριτικής Ευχέρειας 'Rules vs. Discretion' 476
- 12.12. Νομισματική Πολιτική σε Περιβάλλον Μηδενικών Επιτοκίων 478
- 12.13. Αποτρέποντας τις Κρίσεις Από τη Σκύλλα στη Χάρυβδη 480
- 12.14. Διαταραχές και Πιστωτικοί Κύκλοι 488
- 12.15. Από τις Ανισορροπίες στους Τραπεζικούς Κινδύνους 500
- 12.16. Βλέποντας την Κρίση να Έρχεται 502
- 12.17. Η Δυναμική της Ιαπωνικής Κρίσεως 503
- 12.18. 'Lender of the Last Resort' Λογική & Δυνητικές Παρενέργειες 506
- 13.1. Τριγωνικές Ισοτιμίες 518
- 13.2. Ισοτιμίες και Ανταγωνιστικότητα 525
- 13.3. Πραγματική Ανατίμηση και Πραγματικό Επιτόκιο Δύο «Κρυφά» Κόστη της ΟΝΕ 526
- 13.4. Ισοτιμίες 'Big Mac' 533
- 13.5. Οι Νομισματικές Ενώσεις Δεν Είναι για Πάντα 537
- 13.6. Το Crawling Peg της Ουγγαρίας, 1995 2001 543
- 14.1. Ο 'Τυχαίος Περίπατος' των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών 559
- 14.2. Οι Χρηματικές Ροές με τους Εξωτερικούς Λογαριασμούς της Χώρας 564
- 14.3. Η Πλευρά των Αμερικανών Επενδυτών 566
- 14.4. Δανεισμός σε Ξένο Νόμισμα 568
- 14.5. 'Carry Trade' Δραχμή και Γιέν 570
- 14.6. Σύγκλιση των Επιτοκίων στην Ευρωζώνη 572
- 14.7. Μακροοικονομικές Ανισορροπίες και Επιτόκια 573
- 14.8. Συναλλαγματικοί Περιορισμοί και Αυτονομία της Νομισματικής Πολιτικής 581
- 14.9. Παρέμβαση στην Αγορά Συναλλάγματος 587

- 14.10. Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών και Ισοτιμίες 588
- 14.11. Οικονομική Διπλωματία Plaza & Louvre Accords 589
- 15.1. Συμφωνία με τη Συνθήκη Ισοδυναμίας των Επιτοκίων 622
- 15.2. Σταθερές Ισοτιμίες και Πειθαρχία της Οικονομικής Πολιτικής 623
- 15.3. Η Ελλάδα στην Ευρωζώνη 630
- 15.4. Υπερ-ακόντιση της Ισοτιμίας (Exchange Rate Overshooting) 630
- 16.1. Συναλλαγματικών Αποθεμάτων τα Παράδοξα 650
- 16.2. Κερδοσκοπικές Επιθέσεις Εκ του Ασφαλούς; 659
- 16.3. George Soros και η Κρίση της Στερλίνας τον Σεπτέμβριο 1992 661
- 16.4. Εξετάζοντας την Αξιοπιστία ενός Συστήματος Target Zone 668
- 16.5. Το Ίρλανδικό Θαύμα' Απομυθοποίηση 673
- 17.1. Διεθνή Επενδυτικά Κεφάλαια Η «Εξομολόγηση» του Economist 682
- 17.2. Η Εμπειρία του Μεξικού Πέφτοντας Θύμα της Επιτυχίας 690
- 17.3. Η Εμπειρία της Ελλάδος Κεντρικών Τραπεζών Βίοι Παράλληλοι 693
- 17.4. 'Sudden Stops' Το Απρόβλεπτο των Διεθνών Επενδυτικών Κεφαλαίων 694
- 17.5. 'Tobin Tax' 694
- 17.6. 'Interest Equalization Tax' Στόχοι και (Απρόβλεπτα) Αποτελέσματα 699
- 17.7. Διεθνές Εμπόριο και Αναποτελεσματικότητα των Συναλλαγματικών Περιορισμών 702
- 17.8. Χρηματοοικονομική Καινοτομία και Αναποτελεσματικότητα των Συναλλαγματικών Περιορισμών 703
- 17.9. Η Αλλεργία των Αγορών στους Συναλλαγματικούς Περιορισμούς 704
- 17.10. 'Contractionary Devaluations' 714
- 17.11. Υποδείγματα Συναλλαγματικών Ισοτιμιών 715
- 17.12. Ειδήσεις και Ισοτιμίες 722
- 18.1. 'Κανόνας του Χρυσού' Σταθεροποιητικός Μηχανισμός 740
- 18.2. Διεθνή Επενδυτικά Κεφάλαια «Όλα Αλλάζουνε και Όλα τα Ίδια Μένουν» 744
- 18.3. Η Κρίση της Στερλίνας τον Σεπτέμβριο 1931 746
- 18.4. Αξιοπιστία Ένα Μάθημα που Μάλλον Δεν Αφομοιώθηκε Πλήρως 748
- 18.5. Δύο Ελληνικές Υποτιμήσεις Μαρκεζίνης (1953) και Σημίτης (1985) 752
- 18.6. Το 'Πρόβλημα N 1' 753
- 18.7. Υπάρχει 'Οικονομικό DNA' των Εθνών; 757
- 18.8. Η Συνθήκη του Maastricht 761
- 18.9. Η Κρίση της Ελλάδος το 2010 762
- 19.1. Η Συνάρτηση Παραγωγής Cobb-Douglas 775
- 19.2. Παραγωγικότητα, Ανάπτυξη, Βιοτικό Επίπεδο, Αποτιμήσεις Μετοχών 779
- 19.3. Πηγές Αναπτύξεως Growth Accounting 781
- 19.4. Θεσμικό Πλαίσιο της Αγοράς Εργασίας και Μακροχρόνια Ανεργία 792
- 19.5. Ελάχιστος Κατώτατος Μισθός Παρενέργειες Αγαθών Προθέσεων 794
- 19.6. Αγορά Εργασίας ΗΠΑ έναντι Ευρώπης 797
- 19.7. Θεσμικό Πλαίσιο της Αγοράς Εργασίας, Ανάπτυξη και Απασχόληση 800
- 19.8. Περί του Παραγωγικού Κενού 803
- 19.9. Κρίσεις, Υφέσεις και Δυνητική Παραγωγή 813
- 19.10. Πηγές Μακροχρονίου Αναπτύξεως Επανεξέταση 816
- 19.11. Η Καμπύλη Phillips 818
- 20.1. Σαθρότητα του Χρη/κού Συστήματος και Οικονομική Πολιτική 832

#### Κατάλογος εφαρμογών

- 2.1. Μεταβολή των Αποθεμάτων και Ρυθμός Αυξήσεως του ΑΕΠ 50
- 2.2. Ισοζύγιο Πληρωμών και Ζήτηση για το Εγχώριο Νόμισμα 66
- 2.3. Χρηματοδότηση των Ελλειμμάτων του ΙΤΣ 68
- 2.4. Ελλείμματα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών Προσομοίωση 77
- 2.5. Εξωτερικά Ελλείμματα και Πλεονάσματα:  $CA < 0 \Rightarrow CF > 0.83$
- 3.1. Υπολογισμός του Πληθωρισμού 95
- 3.2. Πληθωρισμός και Αυξήσεις Τιμών 97
- 3.3. Πληθωρισμός και Μεταβολή του Κόστους Ζωής 97
- 3.4. Παραγωγή, Πληθωρισμός και Ευημερία των Πολιτών 98
- 3.5. Υπολογισμός του Αποπληθωριστή του ΑΕΠ 99
- 3.6. Υπολογισμός του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή 101
- 3.7. Κόστος Παραγωγής και Πληθωριστικές Πιέσεις 111
- 4.1. Πραγματικό και Αναμενόμενο Πραγματικό Επιτόκιο 141
- 5.1. Καταθετικά Προϊόντα Προστατευμένα από τον Πληθωρισμό 168
- 5.2. Ο Πληθωρισμός ως Φόρος 171
- 5.3. Η Επίδραση της Μη-Τιμαριθμοποιημένης Φορολογικής Κλίμακας 171
- 5.4. Αυτο-επιβεβαιούμενες Προσδοκίες Υποτιμήσεως 175
- 5.5. Υψηλός Πληθωρισμός και Κερδοφορία των Τραπεζών 185
- 7.1. Κατανάλωση και Διαθέσιμο Εισόδημα 266
- 7.2. Εισοδήματα, Πλούτος και Κατανάλωση 268
- 7.3. Κατανάλωση και Επιτόκια Αβέβαιη Σχέση 270
- 7.4. Κατανάλωση και Μεταβολές του Διαθεσίμου Εισοδήματος 272
- 7.5. Επιτόκια και Επενδύσεις 279
- 8.1. Ισορροπία στην Αγορά Αγαθών &Υπηρεσιών 306
- 8.2. Ανάλυση της Αλυσιδωτής Αντιδράσεως G ↑ 314
- 8.3. Ανάλυση της Αλυσιδωτής Αντιδράσεως  $TR \uparrow$  και  $t \uparrow 320$
- 9.1. Χάραξη της Καμπύλης IS 334
- 9.2. Μετατοπίσεις της Καμπύλης IS 339
- 9.3. Όγκος Συναλλαγών και Ζήτηση Χρήματος 341
- 9.4. Χάραξη της Καμπύλης LM 344
- 9.5. Μετατοπίσεις της Καμπύλης LM 348
- 9.6. Υπόδειγμα IS/LM Ισορροπία 349
- 10.1. Αύξηση της Νομισματικής Κυκλοφορίας *Μ* ↑ 360
- 10.2. Αύξηση των Δημοσίων Δαπανών − *G* ↑ 368
- 10.3. Χρέος και Πιθανότητα Πτωχεύσεως 395
- 11.1. Πιστωτικός Κίνδυνος Παράδειγμα 421
- 11.2. Κίνδυνος Επιτοκίου Παράδειγμα 424
- 11.3. Κίνδυνος Ρευστότητας Παράδειγμα 425
- 11.4. Συναλλαγματικός Κίνδυνος Παράδειγμα 429
- 11.5. Δημιουργία Χρήματος από τις Εμπορικές Τράπεζες 430
- 11.6. Ο Πειρασμός της Χαμηλής Ρευστότητας 436
- 11.7. Αυτο-επιβεβαιούμενες Προσδοκίες Πτωχεύσεως 439
- 11.8. Μόχλευση και το Ευάλωτο των Τραπεζών 441
- 11.9. Μεταβλητότητα των Καταθέσεων και Υπερβάλλοντα Διαθέσιμα 446
- 12.1. Έγκαιρη Αναγνώριση των 'Φουσκών' Μία Ατελής Επιστήμη 491
- 12.2. 'Φούσκες', Παρεμβάσεις των Κ.Τ. και Ηθικός Κίνδυνος 493
- 13.1. Μετατροπή των Ισοτιμιών με την Απλή Μέθοδο των Τριών 517
- 13.2. Υποτίμηση και Ανταγωνιστικότητα 520

- 13.3. Ισοτιμίες και Ανταγωνιστικότητα 523
- 13.4. Πραγματική Ανατίμηση και Ανταγωνιστικότητα Προσομοίωση 528
- 13.5. Crawling Peg Χωρίς Πραγματική Ανατίμηση 543
- 14.1. Συναλλαγματική Απόδοση Υπολογισμός 556
- 14.2. Συναλλαγματική Απόδοση Αναμενόμενη και Πραγματοποιηθείσα 558
- 14.3. Επιτόκια και Αναμενόμενη Συναλλαγματική Απόδοση 569
- 14.4. Μεταβολές των Επιτοκίων και των Ισοτιμιών 573
- 14.5. Εξηγώντας τα Αστρονομικά Επιτόκια 575
- 14.6. Ασφάλιστρο Ρευστότητας Λογική και Υπολογισμός 578
- 14.7. Συναλλαγματικοί Περιορισμοί και Κόστος Συναλλαγών 580
- 14.8. Ασφάλιστρο Κινδύνου Λογική και Υπολογισμός 582
- 14.9. Αυτο-επιβεβαιούμενες Προσδοκίες Υποτιμήσεως 584
- 15.1. Το Δημοσιονομικό Κόστος της Αδρανοποιήσεως 608
- 15.2. Υπόδειγμα Mundell-Fleming Ισορροπία 613
- 15.3. Επεκτατική Δημοσιονομική Πολιτική Σταθερή Ισοτιμία 619 15.4. Επεκτατική Δημοσιονομική Πολιτική Μεταβλητή Ισοτιμία 626
- 15.5. Επεκτατική Νομισματική Πολιτική Μεταβλητή Ισοτιμία 628 15.6. Αύξηση του Διεθνούς Επιτοκίου Σταθερή & Μεταβλητή Ισοτιμία 632
- 15.7. Μη Αναμενόμενη Υποτίμηση Σταθερή Ισοτιμία 635
- 16.1. Δανεισμός σε Ξένο Νόμισμα 670
- 19.1. Μετατοπίσεις της Καμπύλης Ζητήσεως Εργασίας 787

## Συντομογραφίες

Ελληνικά		Αγγλικά	
Αγορές: αγορές χρήματος και κεφαλαίου			
Αρχές: κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζ	ξες		
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	$\Delta NT$	International Monetary Fund	IMF
Ευρωπαϊκή Ένωση	EE	European Union	EU
Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα	EKT	European Central Bank	ECB
Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα	EOK	European Economic Community	EEC
Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα	ΕΝΣ	European Monetary System	EMS
Ηνωμένο Βασίλειο	HB	United Kingdom	UK
Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	НПА	United States of America	US
Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	$M\Sigma I$	Exchange Rate Mechanism	ERM
Οικονομική & Νομισματική Ένωση	ONE	Economic & Monetary Union	EMU
Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα ΗΠΑ		US Federal Reserve	Fed
Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας & Αναπτύξεως	ΟΟΣΑ	Organization for Economic Cooperation & Development	OECD
Συνθήκη Ισοδυναμίας των Επιτοκίων	ΣΙΕ	Interest Rate Parity (Uncovered)	IRP
Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών		Bank for International Settlements	BIS
Τράπεζα της Αγγλίας		Bank of England	BoE
Τράπεζα της Ελλάδος	ΤτΕ	Bank of Greece	BoG

## Κατάλογος κύριων μεταβλητών

Μεταβλητές	Σύμβολο
Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν	GNP
= Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	Y, GDP
= Εγχώρια Τελική Ζήτηση	DD
= Ιδιωτική Κατανάλωση	C
+ Επενδύσεις	I
+ Δημόσια Κατανάλωση	G
+ Καθαρές Εξαγωγές	NX
= Εξαγωγές	X
– Εισαγωγές	IM
+ Ισοζύγιο Εισοδημάτων	NFI
Εθνική Αποταμίευση	$\mathcal{S}_N$
= Ιδιωτική Αποταμίευση	$S_P$
+ Προϋπολογισμός (Κυβερνητική Αποταμίευση)	$S_G$
Ισοζύγιο Πληρωμών	BP
= Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	CA
+ Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών	CF
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	
= Καθαρές Εξαγωγές	
+ Ισοζύγιο Εισοδημάτων	
+ Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων	
Προϋπολογισμός	
= Φόροι	TA
<ul><li>Δημόσια Κατανάλωση</li><li>Δημόσια Κατανάλωση</li></ul>	T.D.
<ul><li>Μεταβιβάσεις στον Ιδιωτικό Τομέα</li></ul>	TR
<ul><li>Τόκοι για Εξυπηρέτηση του Δημοσίου Χρέους</li></ul>	INT
Αβεβαιότητα	UNC
ΑΕΠ Εμπορικών Εταίρων	$Y_f$
Αναμενόμενο Διαθέσιμο Εισόδημα	EYD
Ανεργία	u
Ανεργία, Μακροχρόνια	<i>u</i> *
Ασφάλιστρο Κινδύνου	RP
Ασφάλιστρο Ρευστότητας	LP
Διαθέσιμο Εισόδημα	YD
Δυνητική Παραγωγή / Δυνητικό ΑΕΠ	<i>Y</i> *
Επίπεδο Τιμών	P
Επιτόκια Νομισματικής Πολιτικής	$i_D$
Μισθός, Ονομαστικός	w
Νομισματική Βάση	Н
Νομισματική Κυκλοφορία	M
Ονομαστικό Επιτόκιο	i
Ονομαστική Ισοτιμία, Αναμενόμενη	$E_t S_{t+1}$

Ονομαστική Ισοτιμία, Τρέχουσα / Όψεως	
Οριακό Προϊόν Εργασίας	MPL
Οριακό Προϊόν Κεφαλαίου	MPK
Παραγωγικότητα των Συντελεστών (Total Factor Productivity)	A
Πλούτος	W
Πληθωρισμός	$\pi$
Πραγματική Ισοτιμία	R
Πραγματικό Επιτόκιο	r
Υπερβάλλοντα Αποθέματα	INVx
Φορολογικός Συντελεστής, Μέσος	t

#### Πρόλογος

Η ιδέα για τη συγγραφή ενός βιβλίου το οποίο θα συνθέτει τη μακροοικονομική ανάλυση με την άσκηση της οικονομικής πολιτικής, το χρηματοοικονομικό σύστημα και τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, γεννήθηκε κατά τα τέλη του 1994 — αρχές του 1995. Στα πρώτα βήματα της σταδιοδρομίας μου τότε, παρακολούθησα από κοντά, ως στέλεχος του τμήματος διεθνών ερευνών της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τραπέζης της Νέας Υόρκης (New York Fed), την αγωνιώδη πορεία του Μεξικού προς τη συναλλαγματική κρίση του Δεκεμβρίου 1994 και το μεγάλο οικονομικό και κοινωνικό κόστος της καταρρεύσεως του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας της χώρας που ακολούθησαν.

Αναζητώντας απαντήσεις για το τί έφταιξε, αν θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί η κρίση, τί πιθανόν θα ακολουθούσε, πώς θα μπορούσε ο απλός πολίτης να προστατευθεί από τις συνέπειες -για τις οποίες, μάλιστα, δεν έφερε καμία ευθύνη-, κατέληξα σε μία δυσάρεστη διαπίστωση. Την ίδια με πολλούς άλλους συναδέλφους στην ακαδημία και σε διεθνείς ερευνητικούς οργανισμούς, σε κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες... Τα θεωρητικά υποδείγματα, τα οποία είχα διδαχθεί κατά τη διάρκεια των σπουδών μου, παρουσίαζαν μία μεγάλη αδυναμία: αν και πολύ αποτελεσματικά στην ανάλυση συγκεκριμένων φαινομένων, δεν ήταν αποτελεσματικά για την εξήγηση και -πολύ περισσότερο- την πρόβλεψη των σύνθετων αλληλεπιδράσεων οι οποίες λαμβάνουν χώρα στις σύγχρονες οικονομίες.

Κάποιος έπρεπε να κάνει τη σύνθεση μόνος του. Αυτό, όμως, απαιτούσε γνώσεις από πολλά γνωστικά αντικείμενα, μακροοικονομική, μακροοικονομική ανοικτής οικονομίας, τραπεζική, διεθνείς χρηματαγορές, κεντρική τραπεζική, λογιστική..., καθώς και μεγάλη εμπειρία. Ακόμη όμως και αν είχε αυτά τα προαπαιτούμενα, δεν ήταν καθόλου εύκολο να κάνει τη σύνθεση σε περιόδους κρίσεων, όταν έπρεπε να αποφασίσει υπό την πίεση των ταχύτατων εξελίξεων και όταν μία λανθασμένη απόφαση ενείχε μεγάλο δυνητικό κόστος.

Παρεμπιπτόντως, αυτή η αμφιθυμία για τα θεωρητικά υποδείγματα, αναγνώριση της δυνατότητάς τους να αναλύσουν σε βάθος συγκεκριμένα θέματα οικονομικού ενδιαφέροντος, αλλά και της αδυναμίας τους να προσφέρουν μία ολοκληρωμένη εικόνα για το πώς λειτουργεί ο πολύπλοκος κόσμος στον οποίο ζούμε, υπάρχει διάχυτη σε όλο το ανά χείρας βιβλίο. Όπως και η ενσυνείδητη προσπάθεια συνθέσεως των διδαγμάτων τους.

Οι κρίσεις που ακολούθησαν, των «μικρών τίγρεων» της νοτιοανατολικής Ασίας το καλοκαίρι του 1997 και της Ρωσίας ένα χρόνο αργότερα, ευαισθητοποίησαν τους ενημερωμένους παρατηρητές σε πανεπιστήμια, κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς, επενδυτικές τράπεζες... για μία δυσάρεστη πραγματικότητα της οικονομικής ζωής: η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος παγκοσμίως, η οποία άρχισε στο τέλος της δεκαετίας του 1970 και επιταχύνθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1980, ενώ είχε πολλές ευεργετικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία, είχε καταστήσει την παγκόσμια οικονομία επιρρεπή σε εξάρσεις υπεραισιοδοξίας, ακολουθούμενες από κρίσεις με μεγάλο οικονομικό και κοινωνικό κόστος.

Υπό αυτό το πρίσμα, προγενέστερες κρίσεις, όπως η τραπεζική κρίση των σκανδιναβικών χωρών στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και η κρίση της στερλίνας τον Σεπτέμβριο 1992, δεν ήταν τυχαία και μεμονωμένα γεγονότα, αλλά κομμάτι της νέας οικονομικής πραγματικότητας. Η ανάγκη, λοιπόν, για την προλεχθείσα σύνθεση γινόταν μεγαλύτερη.

Άρχισα να πειραματίζομαι με αυτή τη σύνθεση όταν δίδασκα στο Stern School of Business (New York University), και συνέχισα με τους φοιτητές μου στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Άλλωστε, οι εξελίξεις στην Ελλάδα, από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 –όταν επαναπατρίστηκα—μέχρι το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσεως το 2010, παρείχαν πολλά ερεθίσματα για σχε-

τικές συζητήσεις και προβληματισμούς. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν το μεγάλο και συνεχώς διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών – ισχυρή ένδειξη της συνεχούς απώλειας ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και της συνακόλουθης ελλείψεως ευκαιριών για τους νέους—, και οι διαδοχικές 'φούσκες' στο χρηματιστήριο, στα καταναλωτικά δάνεια και στην αγορά ακινήτων.

Με τους φοιτητές -αλλά και τους συναδέλφους— μου στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, προβληματιστήκαμε για τις μεγάλες και συνεχώς διογκούμενες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας, διαπιστώσαμε ότι ως χώρα δεν είχαμε διδαχθεί από τα παθήματα των άλλων, απογοητευθήκαμε με την έλλειψη μέτρων όσο ήταν ακόμη νωρίς για να αποφευχθεί η κρίση του 2010. Κρίση η οποία, όπως διδάσκει η οικονομική ιστορία και λογική, μόνο μη-αναμενόμενη δεν ήταν. Και τις συνέπειές της θα υποστούμε για πολλά χρόνια.

Η κρίση της Ελλάδος, μάλιστα, ανέδειξε και άλλα σημαντικά θέματα: τη δημιουργία ανισορροπιών και τη δυναμική των κρίσεων σε μία μη-ανταγωνιστική οικονομία στην οποία πολλές ασφαλιστικές δικλείδες από την Πολιτεία και τις αγορές δεν λειτουργούν όσο αποτελεσματικά θα έπρεπε. Κάτι το οποίο επέβαλε την επέκταση της ζητουμένης συνθέσεως από τις βραχυχρόνιες οικονομικές διακυμάνσεις στη μακροχρόνια ανάπτυξη. Η συζήτηση για την αγορά εργασίας (στο 19° κεφάλαιο) αντανακλά αυτή την επέκταση.

Τα κύρια αναλυτικά εργαλεία στις προλεχθείσες συζητήσεις και τους σχετικούς προβληματισμούς ήταν δύο διαχρονικά εκπαιδευτικά εργαλεία, το υπόδειγμα IS/LM και το υπόδειγμα Mundell-Fleming. Εμπλουτισμένα, όμως, με το ρόλο των προσδοκιών, του χρηματοοικονομικού συστήματος και των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων. Η σύνθεση την οποία θα ήθελα να είχα όταν παρακολουθούσα σε πραγματικό χρόνο τα προεόρτια και τα μεθεόρτια της μεξικανικής κρίσεως. Και θα ήθελα να είχα διδαχθεί ως φοιτητής.

Για πολλά από τα εξεταζόμενα θέματα δεν υπάρχει ομοφωνία στην ακαδημαϊκή κοινότητα, ούτε στους διεθνείς οικονομικούς κύκλους. Κατεβλήθη προσπάθεια να παρουσιαστούν οι επικρατέστερες απόψεις. Όπου παίρνω θέση στις σχετικές διαμάχες, το δηλώνω με σαφήνεια.

Κλείνοντας, η παγκόσμια κρίση, η οποία ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007, κατέστησε επιτακτικότερη την ανάγκη αλλαγής του τρόπου διδασκαλίας των οικονομικών, προκειμένου να λαμβάνεται υπ' όψιν ο ρόλος του χρηματοοικονομικού συστήματος – κάτι το οποίο κάναμε στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς από τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η κρίση ανέδειξε, επίσης, την ανάγκη συγγραφής βιβλίων τα οποία θα επιχειρούν την προς τούτο απαιτούμενη σύνθεση - όπως το ανά χείρας βιβλίο, προϊόν του δημιουργικού προβληματισμού που αναπτύχθηκε στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

ΑΑΑ Σεπτέμβριος 2011

\_

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Βλέπετε σχετικά το άρθρο "Economics Textbooks: Revise and Resubmit – The crisis is changing how macroeconomics is taught" του έγκριτου <u>Economist</u> (31 Μαρτίου 2010).

Μέρος Α΄ Βασικές έννοιες 1

### Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων

#### ...και η τέχνη & επιστήμη των αναλύσεων

"One cannot explain anything in an economy until one had explained everything."

«Κανείς δεν μπορεί να εξηγήσει τίποτε στην οικονομία μέχρι να έχει εξηγήσει τα πάντα.»

Ο αποδιδόμενος στον Leon Walras (1834 – 1910), εκ των θεμελιωτών της οικονομικής επιστήμης, αφορισμός αντανακλά το μέγεθος της δημιουργικής προκλήσεως των χρηματοοικονομικών αναλύσεων και αποφάσεων.

Το αληθές αυτού του αφορισμού ανέδειξε η παγκόσμια κρίση η οποία ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 και απείλησε με κατάρρευση την παγκόσμια οικονομία και τις διεθνείς χρηματαγορές. Οι σύνθετες και λεπτές αλληλεπιδράσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών με τις χρηματαγορές και τη μακροοικονομία καθυστέρησαν την αναγνώριση της κυοφορουμένης κρίσεως. Επιπλέον, μείωσαν την αποτελεσματικότητα των δραστικών μέτρων τα οποία ελήφθησαν για την αντιμετώπισή της.

Πόσο επίκαιρη παραμένει η διαπίστωση του Keynes, ενός εκ των κορυφαίων οικονομολόγων όλων των εποχών, αναφορικά με τη μεγάλη κρίση της δεκαετίας του 1930!

"But to-day we have involved ourselves in a colossal muddle, having blundered in the control of a delicate machine, the workings of which we do not understand. The result is that our possibilities of wealth may run to waste for a time – perhaps for a long time."

Το παρόν κεφάλαιο δίνει μία πρώτη αίσθηση της προαναφερθείσας δημιουργικής προκλήσεως δημιουργώντας, παράλληλα, πληθώρα ερωτημάτων. Απαντήσεις σε πολλά από αυτά τα ερωτήματα υπάρχουν στα επόμενα κεφάλαια του βιβλίου. Για τα υπόλοιπα, οι απαντήσεις θα προκύψουν από το συνδυασμό των αναλυτικών εργαλείων και των πληροφοριών του βιβλίου με την παρατήρηση του πραγματικού κόσμου.

#### 1.1 Εισαγωγή

Μια φορά και έναν καιρό, ένας μεταπτυχιακός φοιτητής μου έθεσε μία απλή εκ πρώτης όψεως ερώτηση, η οποία, όμως, όπως θα φανεί στη συνέχεια, θα έφερνε σε δύσκολη θέση πλείστους όσους υπουργούς οικονομικών, διοικητές κεντρικών τραπεζών, πανεπιστημιακούς καθηγητές οικονομικών, και διευθύνοντες συμβούλους επιχειρήσεων, χρηματοοικονομικών οργανισμών και επενδυτικών οίκων – ανθρώπους οι οποίοι, κατά τεκμήριο, γνωρίζουν πολύ καλά το αντικείμενο.

 Ποιες είναι οι τρεις κύριες οικονομικές μεταβλητές, τις οποίες παρακολουθείτε, προκειμένου να έχετε μία αίσθηση για την κατάσταση και τις προοπτικές της οικονομίας και των χρηματαγορών;

John Maynard Keynes, "The Great Slump of 1930", διαθέσιμο στην ιστοσελίδα http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html.

Απλή, σαφής και εύλογη ερώτηση. Θα μπορούσε να την είχε θέσει οποιοσδήποτε πολίτης έχει συνειδητοποιήσει ότι το βιοτικό του επίπεδο, καθώς και το αποτέλεσμα των προσπαθειών του για ένα καλύτερο μέλλον των παιδιών του, εξαρτάται από ένα μεγάλο αριθμό παραγόντων, άλλων γνωστών – άλλων όχι, τη μεγίστη πλειοψηφία των οποίων δεν μπορεί να επηρεάσει. Η ακόμη οποιοσδήποτε πολιτικός ηγέτης, του οποίου οι προσπάθειες για ευημερία του λαού του και οι πιθανότητες επανεκλογής του επηρεάζονται από τους ίδιους ανεξέλεγκτους παράγοντες.

Προς απογοήτευση του ερωτήσαντος φοιτητού, δεν είχα μία απλή και σαφή απάντηση. Ούτε κανείς άλλος στη θέση μου, ανεξαρτήτως γνώσεων και εμπειριών, θα μπορούσε να είχε.

Είναι τέτοια η πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής, ώστε ξεκάθαρες και απόλυτες απαντήσεις σε σχετικά ερωτήματα δεν υπάρχουν – όπως δεν υπάρχουν για όλα τα ερωτήματα τα οποία αφορούν τις ανθρώπινες σχέσεις. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων δεν μπορεί να περιγραφεί με λίγες μεταβλητές, σαφώς και εκ των προτέρων προσδιορισμένες.

#### Ένθετο 1.1. Παρομοιώσεις για το Χάος των Χρηματοοικονομικών Εξελίξεων

Επηρεασμένος από την τότε εν εξελίξει παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση (βλέπετε το ένθετο 1.3 στη συνέχεια), κατέφυγα σε μία παρομοίωση. Σε αυτήν, η οικονομία αντιστοιχούσε σε έναν ασθενή νοσηλευόμενο σε κρίσιμη κατάσταση στην εντατική ενός νοσοκομείου, και ο οικονομικός παράγων/αναλυτής στον υπεύθυνο ιατρό.

Ο ιατρός παρακολουθεί συνεχώς όλες τις λειτουργίες του οργανισμού του ασθενούς, ώστε να παρέμβει, προληπτικά κατά προτίμηση, κατασταλτικά στην ανάγκη, για την αντιμετώπιση οποιουδήποτε προβλήματος.

Ανάλογα, όμως, με την κατάσταση του ασθενούς, παρακολουθεί με μεγαλύτερη προσοχή και δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα σε κάποιες λειτουργίες και όργανα από ό,τι σε άλλα. Εάν δε χρειαστεί να παρέμβει, θα δώσει προτεραιότητα στις λειτουργίες οι οποίες στη δεδομένη στιγμή είναι κρισιμότερες για την επιβίωση του ασθενούς.

Για παράδειγμα, εάν έχει να αντιμετωπίσει ταυτόχρονα μία σοβαρή λοίμωξη και μία ανακοπή, θα δώσει προτεραιότητα στην ανακοπή και, αφού διαφύγει τον άμεσο κίνδυνο ο ασθενής, ο ιατρός θα στρέψει την προσοχή του στην αντιμετώπιση της λοιμώξεως.

Πάντως, παρόλη την προσοχή του ιατρού και ανεξαρτήτως των ικανοτήτων του, των διαθεσίμων φαρμάκων και των ιατρικών οργάνων, το απευκταίο δεν αποτρέπεται πάντα.

Η οικονομία και οι αγορές, όμως, δεν είναι πάντοτε σε κρίση. Μία καταλληλότερη για κανονικές περιόδους παρομοίωση είναι η ακόλουθη.

Ο κυβερνήτης ενός αεροσκάφους παρακολουθεί συνεχώς, μέσω των πολυπληθών οργάνων του πιλοτηρίου, όλες τις λειτουργίες του αεροσκάφους. Σε κάθε στάδιο της πτήσεως, όμως, εστιάζει την προσοχή του σε συγκεκριμένες λειτουργίες και ελέγχει συχνότερα τα αντίστοιχα όργανα.

Για παράδειγμα, κατά την απογείωση ελέγχει συχνότερα εάν οι κινητήρες αποδίδουν τη μέγιστη ωστική δύναμη. Όταν φθάσει στο επιθυμητό ύψος πτήσεως προσπαθεί να διασφαλίσει ευχάριστες συνθήκες στο θάλαμο επιβατών και οικονομία στα καύσιμα. Κατά την προσγείωση προσπαθεί να αποφύγει ισχυρούς πλευρικούς ανέμους, οι οποίοι θα μπορούσαν να δημιουργήσουν προβλήματα.

Όπως όμως και με τον ιατρό της προηγουμένης παρομοιώσεως, παρά την εστιασμένη προσοχή του, τις ικανότητες, την εξαντλητική εκπαίδευση και τα σύγχρονα όργανα, οι πτήσεις δεν είναι πάντοτε ευχάριστες ή ασφαλείς.

Στην προσπάθειά τους να επιβάλουν κάποια τάξη στο χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές δρουν όπως ο ιατρός και ο πιλότος των ανωτέρω παρομοιώσεων: παρακολουθούν συνεχώς όλες τις μεταβλητές, όλα τα στοιχεία τα οποία ανακοινώνουν οι εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμοί, καθώς και μεμονωμένες επιχειρήσεις και τράπεζες. Ανάλογα δε με τη συγκυρία, κρίνουν ποιες από αυτές είναι σημαντικότερες και ποιων τα μηνύματα είναι περισσότερο αξιόπιστα.

Σε αντίθεση όμως με τον ιατρό και τον πιλότο, οι αναλυτές δεν έχουν σαφείς και εκ των προτέρων γνωστούς κανόνες για την επιλογή των σημαντικότερων για κάθε περίοδο μεταβλητών. Κάτι το οποίο δυσχεραίνει τα μέγιστα το δύσκολο έργο τους.

Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων είναι αποτέλεσμα της πολυπλοκότητας της οικονομικής ζωής. Όλα τα παρατηρούμενα μεγέθη, για τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, την παραγωγή, την απασχόληση και την ανεργία, τα εισοδήματα, τις τιμές των μετοχών, ομολόγων και ακινήτων,... είναι η συνισταμένη των αποφάσεων εκατομμυρίων

Το χάος των χρηματοοικονομικών αναλύσεων... ...πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής.... ανεξαρτήτων οικονομικών παραγόντων, στην Ελλάδα και την αλλοδαπή. Παραγόντων οι οποίοι είναι έξυπνοι, δημιουργικοί, και κατά κανόνα καλά πληροφορημένοι για το αντικείμενο των δραστηριοτήτων τους. Καθένας αποφασίζει με βάση το δικό του όφελος, ενώ οι σύνθετες και λεπτές αλληλεπιδράσεις τους είναι πολλές φορές δυσδιάκριτες ακόμη και σε έμπειρους παρατηρητές.

Την εικόνα του χάους συμπληρώνει η διαπίστωση ότι δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις και μαγικές συνταγές για τα σύγχρονα οικονομικά προβλήματα, προβλήματα τα οποία, συνήθως, επωάζονται επί μακρόν πριν αναγνωριστούν. Οι περί του αντιθέτου ισχυρισμοί και οι απλοϊκές λύσεις σε σύνθετα προβλήματα υποκρύπτουν άγνοια ή ιδιοτέλεια.

Λόγω του χάους, όλες οι αποφάσεις ενέχουν κίνδυνο: υπάρχει πάντοτε πιθανότητα οι εξελίξεις να μην είναι προς την επιθυμητή κατεύθυνση, με συνέπεια το μικρότερο του αναμενόμενου οφέλους ή, ακόμη χειρότερα, την οικονομική ζημία. Επιπλέον, στις περιόδους «ισχνών αγελάδων», οι οποίες σχεδόν νομοτελειακά ακολουθούν τις περιόδους «παχιών αγελάδων», όλοι οι οικονομικοί παράγοντες αντιμετωπίζουν δυσκολίες, ανεξάρτητα του πόσο ωφελήθηκαν κατά τη διάρκεια των περιόδων ευφορίας.

#### Ένθετο 1.2. Διευκρινίσεις & Ορισμοί

Για λόγους οικονομίας του κειμένου, ο όρος 'κυβερνήσεις' στον τίτλο του βιβλίου περιλαμβάνει και τις κεντρικές τράπεζες.

Επίσης, ο όρος 'χρηματαγορές', ή απλώς 'αγορές', αναφέρεται σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα: εμπορικές τράπεζες, αγορές χρήματος, αγορές κεφαλαίου (χρηματιστήρια, αγορές ομολόγων) ...

Εφεξής θα γίνεται διάκριση μεταξύ της κυβερνήσεως και της κεντρικής τραπέζης. Θα χρησιμοποιείται όμως ο όρος 'Αρχές' και για τις δύο.

Για δε τις χρηματαγορές και όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα, εγχώριο και διεθνές, θα χρησιμοποιείται και ο όρος 'αγορές'.

Το ανά χείρας βιβλίο φιλοδοξεί να βοηθήσει τους προσεκτικούς αναγνώστες να επιβάλλουν κάποια τάξη στο χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων.

Με μία πρόταση: το βιβλίο αναφέρεται στον προσδιορισμό των κύριων δυνάμεων οι οποίες λειτουργούν στη διεθνή οικονομία και τις διεθνείς χρηματαγορές, στην ανάλυση των συνθέτων αλληλεπιδράσεών τους, στην αναγνώριση των διλημμάτων που προκαλούν σε εγχώριους και διεθνείς σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής, στην ανάδειξη των κινδύνων αλλά και των ευκαιριών που δημιουργούν σε όλους τους οικονομικούς παράγοντες.

Μία πρώτη αίσθηση αυτού του χάους δίνει το ένθετο 1.3.

#### Ένθετο 1.3. Η Κρίση που Άλλαξε τον Κόσμο

Τον Αύγουστο του έτους 2007 ξέσπασε κρίση σε ένα μικρό μέρος, σε μία «μικρή γωνία», του αμερικανικού χρηματοοικονομικού συστήματος: στην αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, των λεγομένων subprime mortgage loans. Αιτία ήταν το μεγάλο ποσοστό των μη-εξυπηρετουμένων δανείων.

#### Μικρές διαταραχές, δυσανάλογα μεγάλες επιπτώσεις...

Το μέγεθος της αγοράς αυτής, περίπου \$300 δισ., ήταν «σταγόνα στον ωκεανό» συγκρινόμενη με το μέγεθος του συστήματος, περίπου \$57 τρισ..

Και όμως αυτή η «σταγόνα» απείλησε με κατάρρευση την παγκόσμια οικονομία και το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες σε όλον τον κόσμο εξαναγκάστηκαν να αλλάξουν τον τρόπο λειτουργίας τους και να υιοθετήσουν ακραία μέτρα εκτάκτου ανάγκης – τα πλέον ισχυρά και συντονισμένα μέτρα που έχουν καταγραφεί στην οικονομική ιστορία, σε μία απέλπιδα προσπάθεια αποτροπής του χειρότερου. Μεγάλες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες σημείωσαν ζημίες εκατοντάδων δισ.. Επενδυτικές τράπεζες, σύμβολα του καπιταλιστικού συστήματος, όπως η Bear Sterns και η Lehman Brothers, κατέρρευσαν. Τράπεζες-κολοσσοί, με διεθνή παρουσία, όπως η Citibank, διασώθηκαν με χρήματα των φορολογουμένων. Το ίδιο και μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις οι οποίες επηρεάστηκαν και από τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα και από την επελθούσα ύφεση.

Οι εξελίξεις, ταχύτατες και δραματικές, ξεπέρασαν και τις πλέον απαισιόδοξες προβλέψεις.

...δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις...

...όλες οι αποφάσεις ενέχουν κίνδυνο.

Τάξη στο χάος = Αναγνώριση ...κύριων δυνάμεων ...αλληλεπι δράσεων ...διλημμάτων ...κινδύνων & ευκαιριών. Εάν το παρελθόν αποτελεί αξιόπιστο οδηγό για το μέλλον, θα περάσουν αρκετά χρόνια για να καταγραφούν με λεπτομέρεια οι αιτίες, τα κανάλια διάχυσης και οι οικονομικές, κοινωνικές, πολιτικές και γεωστρατηγικές επιπτώσεις της κρίσεως. Ενδεικτικά, το τί ακριβώς συνέβη κατά τη διάρκεια της προηγουμένης αναλόγου μεγέθους κρίσεως στη δεκαετία του 1930 (βλέπετε το ένθετο 6.8 "Η Μεγάλη Διεθνής Ύφεση της Δεκαετίας του 1930") συνεχίζει να αποτελεί αντικείμενο συζητήσεως και προβληματισμού οκτώ δεκαετίες αργότερα.

Πάντως, όταν γραφόταν το ένθετο αυτό, τον Οκτώβριο 2010, μία σχετικά καθαρή εικόνα είχε αρχίσει να σχηματίζεται, η επιγραμματική και επιλεκτική καταγραφή της οποίας έχει ως στόχο να δώσει μία πρώτη αίσθηση των συνθέτων αλληλεπιδράσεων μεταξύ των κυβερνήσεων, των χρηματαγορών και της πραγματικής οικονομίας.<sup>2</sup>

Εκ πρώτης όψεως, το μέγεθος της κρίσεως ήταν δυσανάλογο με την αιτία. Χρησιμοποιώντας το ρητορικό ερώτημα ενός καλά πληροφορημένου παρατηρητή:<sup>3</sup>

«Πώς είναι δυνατόν μία σχετικά μικρή αύξηση στα μη εξυπηρετούμενα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, της τάξεως των \$34 δισ., να προκαλέσει τέτοια αναταραχή στο μεγέθους \$57 τρισ. χρηματοοικονομικό σύστημα των ΗΠΑ το περασμένο καλοκαίρι ώστε να προκληθεί η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση;

Οι επιπτώσεις στις χρηματαγορές και τις οικονομίες ξεπερνούν κατά πολύ τις αναμενόμενες ζημίες από τις κατασχέσεις ακινήτων».

Σύμφωνα δε με εκτιμήσεις του ΔΝΤ τον Αύγουστο 2009, το νομισματικό κόστος της κρίσεως ξεπερνούσε το 20% του παγκοσμίου ακαθάριστου εγχωρίου προϊόντος (ΑΕΠ). Εάν όμως ληφθούν υπ' όψιν οι μακροχρόνιες αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία και την κοινωνία, το συνολικό κόστος της κρίσεως είναι κατά πάσα πιθανότητα πολύ μεγαλύτερο.

#### ...λόγω των συσσωρευμένων ανισορροπιών.

Οι αιτίες ήταν βαθύτερες. Η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου ήταν μόνο η «σταγόνα που ξεχείλισε το ποτήρι», σε μία παγκόσμια οικονομία η οποία είχε πολλές ανισορροπίες.

Ανάμεσα στις ανισορροπίες ξεχώριζαν η υπερχρέωση νοικοκυριών και χωρών, με προεξάρχουσες τις ΗΠΑ και το ΗΒ, η 'φούσκα' στην αγορά ακινήτων πολλών χωρών, η οποία καθιστούσε ευάλωτα τα νοικοκυριά και τις χρηματοδοτούσες τράπεζες στην αναπόφευκτη διόρθωση των τιμών των ακινήτων, και η εκρηκτική ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα παγκοσμίως με τη δημιουργία πολλών συνθέτων προϊόντων, των οποίων τους κινδύνους –όπως αποδείχθηκε— ελάχιστοι καταγορύσαν.

Οι αιτίες προϋπήρχαν από χρόνια. Δεν εμφανίστηκαν ξαφνικά το 2007. Γι' αυτό πολλοί παρατηρητές δεν εξεπλάγησαν από το ξέσπασμα της παγκοσμίου κρίσεως, αλλά από το ότι άργησε τόσο

Όλοι, όμως, ακόμη και οι πλέον απαισιόδοξοι από τους αναμένοντες την κρίση, εξεπλάγησαν από την ένταση και τη γεωγραφική διασπορά της. Τρία χρόνια μετά το ξέσπασμα της κρίσεως, κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει το τελικό αποτέλεσμα, παρά τις προσπάθειες κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών σε όλον τον κόσμο να την ελέγξουν.

Για ένα πράγμα μπορούσε κάποιος να είναι σίγουρος: θα άλλαζε τον κόσμο, όπως τον άλλαξε και η αναλόγου μεγέθους κρίση της δεκαετίας του 1930.

#### «Πλήρωσαν και οι αθώοι».

Στις ΗΠΑ, η περιστολή των δανείων από τις ευρισκόμενες σε δύσκολη θέση τράπεζες, σε συνδυασμό με τη μείωση των δαπανών από τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά, οδήγησε σε ύφεση, δηλαδή, σε συρρίκνωση του πραγματικού ακαθάριστου εγχωρίου προϊόντος (ΑΕΠ). Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη στο ΗΒ, το οποίο εμφάνιζε παρόμοιες ανισορροπίες με τις ΗΠΑ.

Αλλά η κρίση εξαπλώθηκε ταχύτατα σε όλον τον κόσμο, επηρεάζοντας ακόμη και χώρες οι οποίες δεν εμφάνιζαν τις προαναφερθείσες ανισορροπίες.

<sup>2</sup> Τα αναφερόμενα στο ένθετο στοιχεία προέρχονται από αξιόπιστες κατά τη γνώμη του γράφοντος πηγές, ο μεγάλος αριθμός των οποίων καθιστά αντιπαραγωγική την λεπτομερή αναφορά. Λεπτομέρειες και τεκμηρίωση των εξ ανάγκης επιγραμματικών σχολίων παρέχονται σε πολλά ένθετα στα επόμενα κεφάλαια.

Μία εξαιρετική σύνοψη των αιτίων και των επιπτώσεων της κρίσεως, καθώς και των πράξεων των Αρχών παρέχεται στην ετήσια επιθεώρηση της Τραπέζης Διεθνών Συνδιαλλαγών 79<sup>th</sup> Annual Report – Bank for International Settlements, Ιούνιος 2009. Απαιτεί, όμως, αρκετές γνώσεις οικονομικών και χρηματοοικονομικών.

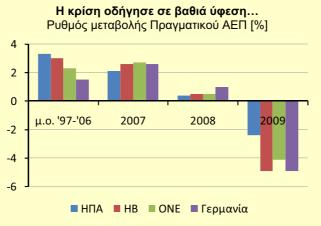
<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Randall Dodd, "Subprime: Tentacles of a Crisis", <u>Finance and Development</u>, Vol. 44, No. 4, December 2007.

Το πόσο επηρεάστηκε η παγκόσμια οικονομία αντανακλάται στα στοιχεία για τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ. Παγκοσμίως ήταν -0,6% το 2009. Ήταν η πρώτη παγκόσμια ύφεση από τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Δύο χρόνια πριν, το 2007, ο ρυθμός αυξήσεως του παγκοσμίου ΑΕΠ ήταν θετικός (ανάπτυξη) +5.2%.

Στις βιομηχανικές χώρες, η συρρίκνωση του ΑΕΠ ήταν μεγαλύτερη, -3,2% το 2009 έναντι αυξήσεως +2,7% το 2007, σηματοδοτώντας τη βαθύτερη ύφεση από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου.

Τα στοιχεία για συγκεκριμένες χώρες, για το 2009, φανερώνουν την παγκόσμια διάχυση της κρίσεως: -2,4% για τις ΗΠΑ (από +2,1% το 2007), -4,9% για το HB (+2,6% το 2007), -5,2% για την Ιαπωνία (+2,3% το 2007), -4,1% για την Ευρωζώνη (+2,7% το 2007), -4,9% για τη Γερμανία (+2,6% το 2007).

Συγκρινόμενη με το μέσο ρυθμό αυξήσεως του ΑΕΠ τη δεκαετία πριν την κρίση (μεταβλητή: μ.ο. '97 – '06), η συρρίκνωση του ΑΕΠ το 2009 φαντάζει ακόμη μεγαλύτερη. Και ήταν συνέχεια της δραματικής επιβραδύνσεως το προηγούμενο έτος.



Πηγή Δεδομένων: OECD Economic Outlook, Μάιος 2010.

Το μέγεθος των οικονομικών προβλημάτων τα οποία υποκρύπτουν τα προηγούμενα μεγέθη αναδεικνύεται από τη σύγκρισή τους με τα αντίστοιχα του έτους 1982, όταν είχε συμβεί η μέχρι το 2007 βαθύτερη ύφεση στις βιομηχανικές χώρες από το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο.

Στις ΗΠΑ, το ΑΕΠ είχε συρρικνωθεί κατά 2,2%, έναντι 2,4% το 2009. Στο ΗΒ, είχε αυξηθεί κατά 1,7%, έναντι συρρικνώσεως κατά 4,9% το 2009. Στη Δυτική (τότε) Γερμανία, το ΑΕΠ είχε συρρικνωθεί κατά 0,9% έναντι 4,9% το 2009. Η ΟΝΕ δεν είχε δημιουργηθεί ακόμη.

#### Η κρίση δεν απεφεύχθη, παρά τις δραματικές προσπάθειες των Αρχών.

Η χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών επήλθε παρά τις πρωτοφανείς σε εύρος, μέγεθος και διάρκεια, προσπάθειες των Αρχών να αποτρέψουν την κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος, η οποία θα προκαλούσε βαθύτατη και παρατεταμένη ύφεση, όπως στη δεκαετία του 1930.

Ακόμα και σε χώρες-ζηλωτές των αρετών της ελεύθερης, χωρίς κρατικό παρεμβατισμό, οικονομίας, όπως οι ΗΠΑ και το ΗΒ, οι κυβερνήσεις αναγκάστηκαν να δαπανήσουν τεράστια ποσά για τη στήριξη των τραπεζών. Μόνο κατ' όνομα δεν κρατικοποίησαν σημαντικό μέρος του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Προσπαθώντας, επίσης, να μετριάσουν την ύφεση, όλες οι κυβερνήσεις εφάρμοσαν προγράμματα αυξήσεως των δημοσίων δαπανών, τα οποία ξεπερνούσαν τα μέχρι τότε συνηθισμένα. Και τούτο, παρότι αναγνώριζαν τους μεσο-μακροπρόθεσμους κινδύνους από την αύξηση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και του δημοσίου χρέους (για την αποσταθεροποιητική δυναμική των ελλειμμάτων και του χρέους, βλέπετε την ενότητα 10.6 "Ελλείμματα του Προϋπολογισμού και Δημόσιο Χρέος").

Τα δημοσιονομικά αποτελέσματα της στηρίξεως των τραπεζών και της αυξήσεως των δαπανών αντανακλώνται στη δραματική αύξηση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού σε όλες τις χώρες. Μία αίσθηση των σχετικών μεγεθών δίνει η παρατήρηση ότι 1% του ΑΕΠ αντιστοιχούσε το 2009 σε περίπου \$140 δισ. στις ΗΠΑ, £15 δισ. στο ΗΒ, και €25 δισ. στη Γερμανία.

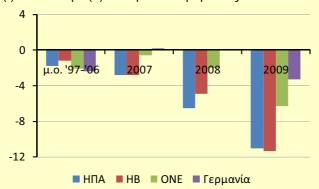
Τα ελλείμματα αυξάνουν το δημόσιο χρέος. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ τον Ιούνιο 2009, το δημόσιο χρέος των δέκα πλουσιοτέρων χωρών θα αυξανόταν από 78% του ΑΕΠ το 2007 σε 114% το 2014. Κάτι το οποίο αντιστοιχεί σε χρέος \$50.000 ανά κάτοικό τους.

Η αύξηση δε του χρέους έχει πολλές παρενέργειες. Μία εξ αυτών είναι ο πειρασμός των Αρχών να μειώσουν το κόστος εξυπηρετήσεως του χρέους προκαλώντας πληθωρισμό......διακυ-

βεύοντας την αξιοπιστία την οποία απέκτησαν στη δεκαετία του 1980 με μεγάλο κοινωνικό κόστος. Βλέπετε σχετικά τα κεφάλαια 3 και 5.

#### ...παρά τη μεγάλη αύξηση των δημοσίων δαπανών

Έλλειμμα (-) / πλεόνασμα (+) του προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ



Πηγή Δεδομένων: OECD Economic Outlook, Μάιος 2010.

Και οι κεντρικές τράπεζες δοκίμασαν τα πάντα: πέρα από τα παραδοσιακά εργαλεία, πειραματίστηκαν και με νέα. Στα πρώτα ξεχωρίζει η δραματική μείωση των επιτοκίων. Ενδεικτικά, το Φεβρουάριο 2009 η Ιαπωνία και οι ΗΠΑ είχαν μηδενικά ουσιαστικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια, ενώ η Αγγλία τα χαμηλότερα από της ιδρύσεως της Τραπέζης της Αγγλίας το 1694. Για σχετικά στοιχεία βλέπετε το ένθετο 12.13 "Αποτρέποντας τις Κρίσεις – Από τη Σκύλλα στη Χάρυβδη".

Στα νέα εργαλεία ξεχωρίζουν η δημιουργία τεραστίων ποσών χρήματος, για ενίσχυση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, και η με ποικίλους τρόπους διευκόλυνση των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα – κάτι το οποίο ξέφευγε από τις θεσμοθετημένες αρμοδιότητές τους.

Παρά τα δραματικά και συντονισμένα μέτρα των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών, μάλιστα με συνεργασία σε παγκόσμιο επίπεδο, η βαθιά ύφεση δεν απεφεύχθη, ενώ η ανεργία αυξήθηκε δραματικά: από 4,6% το 2007 σε 10,1% το 2010 στις ΗΠΑ, από 5,4% σε 9,3% στο ΗΒ, και από 8,3% σε 9,2% στη Γερμανία. Η δε τάση ήταν για περαιτέρω άνοδο.

Οι κεντρικές τράπεζες αντιμετώπιζαν ένα επιπλέον δίλημμα: στα αρχικά στάδια της κρίσεως ήταν απρόθυμες να μειώσουν τα επιτόκιά τους για τον φόβο του πληθωρισμού. Φόβο τον οποίον τροφοδοτούσε η μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των πρώτων υλών. Η ταχύτατη πτώση των εν λόγω τιμών, σε συνδυασμό με τη μειωμένη λόγω της υφέσεως ζήτηση, δημιούργησε ένα δυνητικά μεγαλύτερο πρόβλημα: αυτό του αντιπληθωρισμού (αρνητικού πληθωρισμού). «Από τη Σκύλλα στη Χάρυβδη»!

#### Πολλές «βεβαιότητες» κατέρρευσαν...

Πολλοί μύθοι και ψευδείς, όπως αποδείχθηκε, «βεβαιότητες» κατέρρευσαν λόγω της κρίσεως, συμπαρασύροντας την κυρίαρχη οικονομική φιλοσοφία της εποχής. Φιλοσοφία, η οποία τόνιζε τις αρετές της ελεύθερης, χωρίς κρατικό παρεμβατισμό, οικονομίας.

Ένας από τους μύθους ήταν ότι το χωρίς περιορισμούς χρηματοοικονομικό σύστημα είναι το πλέον πρόσφορο για την οικονομική ανάπτυξη: επειδή λειτουργεί αποτελεσματικά, διοχετεύει τις περιορισμένες αποταμιεύσεις στις πλέον επικερδείς επενδύσεις, αυξάνοντας την κοινωνική ευημερία.

Με την κατάρρευσή του υπέστη πλήγμα η ιδεολογική κυριαρχία του Αγγλο-Σαξωνικού οικονομικού προτύπου, το οποίο δίνει έμφαση στο ρόλο τον ελεύθερων αγορών και του ελάχιστου κρατικού παρεμβατισμού.

Κατέρρευσε και η ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση ότι οι κεντρικές τράπεζες θα συνέβαλαν περισσότερο στην κοινωνική ευημερία, εάν εστιάζονταν αποκλειστικά και μόνο στη σταθερότητα των τιμών, αγνοώντας τις όποιες ανισορροπίες στην οικονομία και τις όποιες υπερβολές στις χρηματαγορές. Και τούτο διότι θα μπορούσαν, όπως στο παρελθόν, να παρέμβουν αποτελεσματικά στην περίπτωση όπου οι συγκεκριμένες ανισορροπίες και υπερβολές δημιουργούσαν συνθήκες κρίσεως.

Όπως απέδειξε η κρίση, οι χωρίς έλεγχο χρηματαγορές μπορούν να δημιουργήσουν προβλήματα, τα οποία ξεπερνούν τις δυνατότητες των κεντρικών τραπεζών – αλλά και των κυβερνήσεων. Βλέπετε σχετικά και το εισαγωγικό κείμενο του κεφαλαίου 11.

Μαζί με αυτή τη πεποίθηση κατέρρευσε και η σχετική ιδεοληψία η οποία προέκρινε τη νομισματική έναντι της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι ιδέες του Keynes, οι οποίες δίνουν έμφαση στη δημοσιονομική πολιτική για τη διαχείριση της οικονομίας, επανήλθαν στο προσκήνιο, μετά από μισό

περίπου αιώνα αμφισβητήσεως στους ακαδημαϊκούς κύκλους, στις αγορές και στους κύκλους των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών. Ακόμη και οι πλέον αυστηροί επικριτές της καλούσαν τη δημοσιονομική πολιτική να «βγάλει τα κάστανα από τη φωτιά», να αποτρέψει την κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας και των χρηματαγορών.

Επανήλθαν, εκούσες – άκουσες, και οι κυβερνήσεις στο οικονομικό προσκήνιο, διεκδικώντας ή εξ ανάγκης αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρόλο στο οικονομικό γίγνεσθαι: με μεγάλες δημοσιονομικές δαπάνες, με την εκ των πραγμάτων κρατικοποίηση σημαντικού τμήματος του χρηματοοικονομικού συστήματος, με επιδοτήσεις σε σημαντικούς βιομηχανικούς κλάδους.

Υπό την πίεση της αυξανόμενης ανεργίας, επανήλθε και ο προστατευτισμός, αντιστρέφοντας την τάση για μεγαλύτερη ελευθερία στη διασυνοριακή κίνηση αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίου, η οποία κυριαρχούσε από το τέλος της δεκαετίας του 1950. Και επανήλθε, παρότι η εμπειρία από την κρίση της δεκαετίας του 1930 εισηγείτο ότι ενείχε τον κίνδυνο να μετατρέψει την κρίση από βαθιά ύφεση σε ανεξέλεγκτη κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας.

#### ...χρήσιμα διδάγματα αντλήθηκαν...

Πολλά είναι τα διδάγματα από την κρίση.

Οι χρηματαγορές και η μακροοικονομία αλληλεπιδρούν με πολλούς και απρόβλεπτους τρόπους. Εξ αιτίας αυτού, όλοι οι οικονομικοί παράγοντες, ακόμη και αυτοί οι οποίοι δεν επενδύουν σε μετοχές, ομόλογα ούτε σε κανένα «εξωτικό» χρηματοοικονομικό προϊόν, επηρεάζονται από τις χρηματαγορές και είναι ευάλωτοι στις κρίσεις. Κανείς δεν μπορεί να ξεφύγει, σε όποια χώρα και αν ζει: Οι κρίσεις δεν σέβονται σύνορα.

Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να επηρεάσουν τη μακροοικονομία. Σε συνθήκες, όμως, κρίσεως, η επιρροή τους είναι μάλλον οριακή: αδυνατώντας να αποτρέψουν τις κρίσεις, προσπαθούν να μετριάσουν το μεγάλο οικονομικό και κοινωνικό κόστος τους.

Γενικότερα, το οικονομικό σύστημα στο οποίο ζούμε, καθώς χαρακτηρίζεται από ελεύθερες αγορές και ελευθερία στις επιλογές των οικονομικών παραγόντων, δημιουργεί πολλές ευκαιρίες αλλά ενέχει και πολλούς κινδύνους. Οι κρίσεις είναι μία κατηγορία ακραίων κινδύνων.

Σε αυτό το σύστημα, οι απαιτήσεις για συνεχή παρακολούθηση και προσπάθεια προβλέψεως των χρηματοοικονομικών εξελίξεων είναι πολύ υψηλές και ξεπερνούν τις δυνατότητες των περισσοτέρων οικονομικών παραγόντων.

Όλα τα προηγούμενα συνοψίζονται σε μία διαπίστωση: όλοι, ακόμη και αυτοί οι οποίοι δεν ασχολούνται επαγγελματικά με τα χρηματοοικονομικά, οφείλουν να κατανοούν τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις.

#### ...το «θεσμικό εκκρεμές» άλλαξε φορά.

Στον νέο κόσμο που θα αναδειχθεί μετά την κρίση, το θεσμικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος θα είναι αυστηρότερο, και ο κρατικός παρεμβατισμός σε πολλούς τομείς της οικονομίας μεγαλύτερος. Ένας κύκλος της οικονομικής ιστορίας, ο οποίος άρχισε με το τέλος της προηγουμένης μεγάλης κρίσεως, της δεκαετίας του 1930, θα έχει κλείσει.

Γιατί η ιστορία κύκλους κάνει. Το εκκρεμές του κρατικού παρεμβατισμού έχει αρχίσει να κινείται από το ένα άκρο, του άκρατου φιλελευθερισμού, προς στο άλλο, του άκρατου κρατισμού.

Μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου το 1945, και στον απόηχο της κρίσεως της δεκαετίας του 1930, το εκκρεμές είχε πάλι κινηθεί από το πρώτο στο δεύτερο άκρο.

Η φορά κινήσεώς του αντιστράφηκε προς το τέλος της δεκαετίας του 1970, όταν στον Δυτικό κόσμο άρχισαν να επικρατούν οι φιλελεύθερες οικονομικές αρχές. Όχι, όμως, εν κενώ. Το αυστηρό θεσμικό πλαίσιο, το οποίο, εκ του αποτελέσματος κρίνοντας, είχε υπηρετήσει επιτυχώς την προσπάθεια οικονομικής ανασυγκροτήσεως μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, είχε μάλλον εξαντλήσει τη δυνατότητά του να αυξήσει ακόμα περισσότερο την κοινωνική ευημερία.

Πού θα σταματήσει αυτή τη φορά το εκκρεμές, κανείς δεν μπορεί να προβλέψει. Όπως δεν μπορεί να προβλέψει τις μακροπρόθεσμες συνέπειες της κρίσεως και τις αλλαγές στην οικονομία και τις αγορές.

Προδιαθέτοντας για το περιεχόμενο του βιβλίου, οι κυβερνήσεις επηρεάζουν τις χρηματαγορές και τη μακροοικονομία μέσω των αποφάσεών τους για την οικονομική πολιτική, και μέσω της δυνατότητάς τους να αποφασίζουν για το θεσμικό πλαίσιο και την εφαρμογή του. Το θεσμικό πλαίσιο είναι ανάλογο του κώδικα οδικής κυκλοφορίας: επειδή θέτει τους κανόνες λειτουργίας της οικονομίας και των αγορών, επηρεάζει τις αποφάσεις όλων των οικονομικών παραγόντων.

Αλλά και οι χρηματαγορές επηρεάζουν τις κυβερνήσεις και τη μακροοικονομία. Με πολλούς τρόπους, άλλους φανερούς και άλλους όχι. Είναι τρόποι οι οποίοι σχετίζονται με

Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία... ...αμφίδρομες επιδράσεις. το ότι οι χρηματαγορές αποτελούν το κεντρικό νευρικό και κυκλοφοριακό σύστημα της οικονομίας.

Ένας τρόπος συνδέεται με μία σημαντική λειτουργία τους: τη διοχέτευση των περιορισμένων αποταμιεύσεων στις πλέον παραγωγικές επενδύσεις, με αποτέλεσμα μεγαλύτερη κοινωνική ευημερία. Εύλογα, επηρεάζουν τις κυβερνήσεις, οι οποίες ενδιαφέρονται για την ευημερία των πολιτών, τους υπόλοιπους οικονομικούς παράγοντες, των οποίων διαχειρίζονται τις αποταμιεύσεις, χρηματοδοτούν τις δραστηριότητες, και, μέσω αυτών τη μακροοικονομία. Τα ευάριθμα σχετικά παραδείγματα στα επόμενα κεφάλαια, το πιστοποιούν.

Ένας δεύτερος τρόπος σχετίζεται με τη δυνατότητά τους να μεταφέρουν τις ζημίες τους στο κοινωνικό σύνολο. Από τη φύση των δραστηριοτήτων τους, οι χρηματαγορές εκτίθενται σε πολλούς κινδύνους και είναι επιρρεπείς σε υπερβολές. Όταν σε μία ατυχή συγκυρία αυτοί οι κίνδυνοι εμφανιστούν ή οι υπερβολές οδηγήσουν σε κρίση, το κόστος το πληρώνουν όχι μόνο οι ίδιες, αλλά όλοι οι υπόλοιποι οικονομικοί παράγοντες – συνήθως οι φορολογούμενοι. Και αυτό το κόστος, όπως αναφέρεται του ενθέτου 1.3, είναι δυνητικά πολύ μεγάλο.

Επιπλέον, συχνά οδηγούν σε μεταβολές του θεσμικού πλαισίου. Όντας πολύ ευέλικτες και ευρηματικές και έχοτας ένα ισχυρότατο κίνητρο – το κέρδος, προσπαθούν να αποφεύγουν τους περιορισμούς και το συνεπαγόμενο κόστος του θεσμικού πλαισίου. Με τον τρόπο αυτό, καθιστούν τους περιορισμούς αντιπαραγωγικούς και το εποπτικό έργο των Αρχών πολύ δύσκολο.

Όσον αφορά στη μακροοικονομία, επειδή επηρεάζει την ευημερία των πολιτών και την ισχύ μίας χώρας, επηρεάζει και τις αποφάσεις των κυβερνήσεων. Επιπλέον, επηρεάζει την κερδοφορία και τους κινδύνους των συμμετεχόντων στις χρηματαγορές και, συνεπώς, και τις αποφάσεις τους.

# 1.2 Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων

Λόγω της πολυπλοκότητας των οικονομικών δραστηριοτήτων, η παρακολούθηση και κατανόηση των χρηματοοικονομικών εξελίξεων είναι μία σύνθετη και απαιτητική διαδικασία η οποία συνδυάζει τα χαρακτηριστικά της τέχνης –με την καλλιτεχνική έννοια του όρου— και της επιστήμης.

Η επιστήμη βοηθά στον προσδιορισμό των κυρίων προς παρακολούθηση μεταβλητών, η τέχνη στην καλύτερη ερμηνεία τους. Και οι δύο μαζί βοηθούν στην καλύτερη εκτίμηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών, στην παραγωγή λογικών προβλέψεων και εν τέλει, στη λήψη καλυτέρων αποφάσεων.

Η επιστήμη διδάσκεται, η τέχνη όχι. Η τέχνη μαθαίνεται και καλλιεργείται στην πράξη με τη συνεχή παρακολούθηση των εξελίξεων, την εμπειρία και τον προβληματισμό για την αποτελεσματικότητα προτέρων αποφάσεων.

Το δύσκολο των χρηματοοικονομικών αναλύσεων συμπυκνώνεται σε τέσσερις διαπιστώσεις: μεγάλος αριθμός μεταβλητών, σύνθετες αλληλεπιδράσεις, συνεχείς αλλαγές στην οικονομία και τις αγορές, έλλειψη καλών προβλέψεων.

Εν συντομία, κανείς δεν μπορεί να παρακολουθεί όλες τις μεταβλητές. Σε κάθε συγκυρία, πρέπει να αναγνωρίζει τις σημαντικότερες και να εστιάζει την προσοχή του σε αυτές. Όμως, λόγω των συνθέτων αλληλεπιδράσεών τους, η ανάλυση των ανακοινουμένων στατιστικών στοιχείων δεν μπορεί να οδηγήσει σε απόλυτα συμπεράσματα και ξεκάθαρες απαντήσεις. Πόσω δε μάλλον όταν λόγω των συνεχών αυτών αλλαγών στην οικονομία και τις αγορές, το παρελθόν δεν αποτελεί πάντοτε αξιόπιστο οδηγό για το μέλλον, στερώντας από τους αναλυτές ένα σταθερό σημείο αναφοράς για την ερμηνεία των εξελίξεων.

Προσθέστε στα ανωτέρω ότι οι οικονομικοί παράγοντες πρέπει να δρουν πριν από τα γεγονότα προκειμένου να μειώνουν τους κινδύνους και να αξιοποιούν τις ευκαιρίες, που συνεχώς παρουσιάζονται στην οικονομική ζωή. Γι' αυτό χρειάζονται καλές προβλέψεις... οι οποίες, όμως, δεν υπάρχουν.

Χρηματοοικονομικές αναλύσεις: ...δύσκολη διαδικασία... ...τέχνη και επιστήμη...

...μεγάλος αριθμός μεταβλητών ...σύνθετες αλληλεπιδράσεις ...συνεχείς αλλαγές ...έλλειψη καλών Ιστορίες από το παρελθόν...

...διαχρονικά και γεωγραφικά επίκαιρες. Αυτά τα συμπεράσματα αναδεικνύονται στην επιγραμματική συζήτηση κατωτέρω. Τα λογικά άλματα, τα οποία υπάρχουν, θα καλυφθούν στη συνέχεια του βιβλίου.

Για να δειχθεί, όμως, ότι η συζήτηση δεν είναι θεωρητική, αλλά αντανακλά την οικονομική πραγματικότητα, χρησιμοποιούνται πολλές πραγματικές ιστορίες, από όλο τον κόσμο. Επειδή οι οικονομικές δυνάμεις παραμένουν διαχρονικά και γεωγραφικά αμετάβλητες, η εμπειρία άλλων χωρών είναι πάντοτε χρήσιμη.

Η μεγάλη χρονική απόσταση μερικών ιστοριών από το παρόν δεν τις καθιστά μουσειακό είδος: η ιστορία επαναλαμβάνεται και τα διλήμματα, τα προβλήματα, οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες του παρελθόντος τείνουν να επανεμφανίζονται — έστω και με μικρές παραλλαγές. Το παρελθόν μπορεί, σε αρκετές περιπτώσεις, να αποτελέσει αξιόπιστο οδηγό για το μέλλον και για καλύτερες αποφάσεις. Περαιτέρω, η χρονική απόσταση απαιτείται για να κατασταλάξουν τα συμπεράσματα και να εξαχθούν χρήσιμα διδάγματα από γεγονότα του παρελθόντος.

# Μεγάλος αριθμός μεταβλητών

Τον πολύ μεγάλο αριθμό μεταβλητών τις οποίες πρέπει να παρακολουθούν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές παρουσιάζει παραστατικά το σχήμα 1.1, το οποίο σκιαγραφεί τις αλληλεπιδράσεις της πραγματικής οικονομίας μίας χώρας, της Ελλάδος, με το εγχώριο χρηματοοικονομικό σύστημα (τράπεζες, χρηματιστήριο, αγορά ομολόγων), καθώς επίσης, και με τη παγκόσμια οικονομία και τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Σχήμα 1.1. Το Χάος των Χρηματοοικονομικών Εξελίξεων Αλληλεπιδράσεις της Πραγματικής Οικονομίας και των Χρηματαγορών



Παρότι είναι πασιφανές ότι η παγκόσμια οικονομία και οι διεθνείς αγορές επηρεάζουν την οικονομία και το χρηματοοικονομικό σύστημα μίας μικρής χώρας, δεν είναι ευρέως κατανοητό ότι και η αντίθετη επίδραση μπορεί να είναι ισχυρή. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ελλάδος την άνοιξη 2010, όταν η αδυναμία χρηματοδοτήσεως του μεγάλου ελλείμματος του προϋπολογισμού απείλησε το ευρώ με κατάρρευση και την ΟΝΕ με διάλυση. Η χώρα μας πρωταγωνιστούσε για πολλούς μήνες στα πρωτοσέλιδα του διεθνούς χρηματοοικονομικού τύπου, με τους σχολιαστές να πλειοδοτούν σε υπερβολές.

Το παράδειγμα της Ελλάδος τονίζει ότι όλοι οι αναλυτές, Έλληνες και ξένοι, πρέπει να παρακολουθούν τις εξελίξεις λίγο-πολύ σε όλες τις χώρες του κόσμου. Κάτι το οποίο σημαίνει μεγάλος αριθμός προς παρακολούθηση μεταβλητών.

Ενδεικτικά, η ηλεκτρονική βάση δεδομένων DATASTREAM παρέθετε στις αρχές του 2003 στοιχεία για περίπου 16.100 μεταβλητές για τις ΗΠΑ, 11.200 για το ΗΒ και 17.100 για τη Γερμανία. Ο αριθμός για μικρότερες χώρες όπως η Ελλάδα και η Τουρκία περιοριζόταν σε 2.600 και 1.400 αντίστοιχα.

Κανένας άνθρωπος δεν έχει την πνευματική ισχύ να παρακολουθεί και αναλύει όλες αυτές τις μεταβλητές. Μεταβλητές οι οποίες καλύπτουν όλους τους τομείς των οικονομικών δραστηριοτήτων.

Ούτε μπορεί να ελπίζει ότι οι Η/Υ, όσο ισχυροί και αν γίνουν, θα μπορέσουν να προσφέρουν ουσιαστική βοήθεια σε αυτή την προσπάθεια. Με τα υπάρχοντα τεχνολογικά δεδομένα, κανένας Η/Υ δεν θα μπορέσει να υποκαταστήσει την ανθρώπινη κρίση, τη χρήση της οποίας επιβάλλει η καλλιτεχνική διάσταση των αναλύσεων. Ενδεικτικό αυτού είναι το γεγονός ότι το 2009 ο ισχυρότερος υπερυπολογιστής της ΙΒΜ είχε καταφέρει να προσομοιώσει μόλις το 1% του ανθρώπινου εγκεφαλικού φλοιού.

Εξ ανάγκης, λοιπόν, οι αναλυτές πρέπει να προσδιορίσουν τις κύριες μεταβλητές: αυτές των οποίων η παράλειψη θα οδηγήσει σε συμπεράσματα τα οποία δεν είναι αξιόπιστα και αποφάσεις οι οποίες δεν θα είναι οι καλύτερες – θα οδηγούν σε μικρότερο του δυνατού όφελος ή, ακόμη χειρότερα, σε ζημία.

Ο προσδιορισμός των συγκεκριμένων μεταβλητών είναι πολύ δύσκολο έργο. Απαιτεί πολλές θεωρητικές γνώσεις, καθώς και μεγάλη εμπειρία και κριτική ικανότητα.

#### Σύνθετες αλληλεπιδράσεις

Αν ο μεγάλος αριθμός μεταβλητών καθιστά δύσκολη την παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, οι σύνθετες αλληλεπιδράσεις τους καθιστούν την κατανόηση των εξελίξεων ακόμη δυσκολότερη. Είναι ενδεικτικό ότι οι χρηματοοικονομικές εξελίξεις συχνά φαίνονται ακατανόητες ακόμη και σε καλά πληροφορημένους ανθρώπους. Η δε σχέση αιτίας – αποτελέσματος σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι σαφής: από τις παρατηρούμενες μεταβολές, δεν είναι σαφές ποια/ποιες είναι η αιτία και ποιες το αποτέλεσμα.

Τα επόμενα παραδείγματα είναι ενδεικτικά. Όλοι οι αναγνώστες θα μπορούν να σκεφθούν περισσότερα.

**ΑΝΤΙΚΡΟΥΟΜΕΝΑ ΜΗΝΥΜΑΤΑ** από τις οικονομικές μεταβλητές, χωρίς να υπάρχουν σαφείς και εκ των προτέρων προσδιορισμένοι κανόνες για την επιλογή του πλέον αξιόπιστου μηνύματος επί του οποίου οφείλουν να βασιστούν οι αποφάσεις.

#### Ένθετο 1.4. Παράδειγμα Αντικρουομένων Μηνυμάτων

Τον Ιανουάριο του έτους 2001, επικρατούσε μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία της αμερικανικής οικονομίας: εάν συνεχιζόταν η μακρά περίοδος ταχείας αναπτύξεως, η οποία είχε αρχίσει το 1992, ή θα επερχόταν η αναμενόμενη κάποια στιγμή ύφεση.

Όλοι, στις ΗΠΑ και τον υπόλοιπο κόσμο, ανέλυαν με προσοχή όλα τα ανακοινούμενα στοιχεία για σχετικές ενδείξεις. Εάν συνεχιζόταν η ταχεία ανάπτυξη, η αμερικανική κεντρική τράπεζα θα αύξανε τα επιτόκιά της, στην προσπάθεια ελέγχου των πληθωριστικών πιέσεων. Στην αντίθετη περίπτωση, θα τα μείωνε, προς αποφυγή της υφέσεως.

Η αύξηση ή η μείωση των επιτοκίων θα επηρέαζε τις αποδόσεις των επενδυτών, στις ΗΠΑ και σε όλον τον κόσμο. Επιπλέον, η πιθανή αύξηση προβλημάτιζε τους ιθύνοντες πολλών αναπτυσσομένων χωρών οι οποίες στο παρελθόν είχαν οδηγηθεί σε κρίση από τις παρενέργειες των υψηλότερων αμερικανικών επιτοκίων.

Υπενθυμίζοντας τον 'Νόμο του Μέρφυ', δύο ευρύτατα παρακολουθούμενοι δείκτες, οι οποίοι ανακοινώθηκαν ταυτόχρονα, έδιναν αντικρουόμενα μηνύματα: ο μεν δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (industrial production) προϊδέαζε για συνέχιση της αναπτύξεως, ο δε δείκτης βιομηχανικής παραγωγής εξαιρουμένης της ενέργειας και των ορυκτών (manufacturing production) έδινε ενδείξεις ότι η οικονομία είχε ήδη εισέλθει σε ύφεση.

Σε ποιόν από τους δύο όφειλε να στηριχθεί ένας επενδυτής ο οποίος ήθελε να προβλέψει εάν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ θα αύξανε ή θα μείωνε τα επιτόκιά της; Ή ο υπουργός οικονομικών μίας αναπτυσσόμενης χώρας της οποίας η οικονομική πολιτική θα μπορούσε να καταρρεύσει σε περίπτωση ανόδου των αμερικανικών επιτοκίων – όπως είχε συμβεί αρκετές φορές στο παρελθόν; Ή οι άνθρωποι οι οποίοι προβληματίζονται μεταξύ σταθερού και μεταβλητού επιτοκίου για το στεγαστικό δάνειό τους;

**(ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΑ) ΑΝΤΙΘΕΤΑ ΤΟΥ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**, τα οποία δημιουργούν αμφιβολίες για την ορθότητα της λογικής μας.

Ανάγκη προσδιορισμού των κυρίων μεταβλητών.

#### Ένθετο 1.5. Υπάρχει Λογική στις Χρηματοοικονομικές Εξελίξεις;

Κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2001, το δολάριο ενισχύετο έναντι του ευρώ παρά το ότι η αμερικανική κεντρική τράπεζα μείωσε έξι φορές το επιτόκιο-στόχο της διατραπεζικής, ένα από τα βασικότερα όργανα ασκήσεως της νομισματικής πολιτικής, σε μία προσπάθεια να αποτρέψει την επερχόμενη ύφεση.

Επειδή τα χαμηλότερα αμερικανικά επιτόκια έκαναν λιγότερο αποδοτικές τις καταθέσεις σε δολάρια, θα ήταν λογικό να αναμένει κανείς ότι θα προκαλούσαν μείωση της ζητήσεως δολαρίων και, ως συνέπεια, υποτίμηση του νομίσματος.

Συνέβη όμως το αντίθετο.

#### **Ισοτιμία Ευρώ – Δολαρίου ΗΠΑ [\$ ανά €]** Αποκομμένη από τα Θεμελιώδη Οικονομικά Μεγέθη;



Και όχι μόνον αυτό… Όταν την 11<sup>η</sup> Μαΐου 2001 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μείωσε τα βασικά επιτόκιά της, το δολάριο συνέχισε να ενισχύεται έναντι του ευρώ. Το αντίθετο από ό,τι θα περίμενε κανείς από την εμπειρία των προηγουμένων μηνών.

Τα Συμπτωματά της Επιτυχίας (Σύχνα) Αποτελούν Αιτία ή Προαγγελο Δείνων. Ως συνέπεια, δεν υπάρχουν πρότυπα για την οικονομική πολιτική. Το αυτό και για όλες τις οικονομικές αποφάσεις.

Επίσης, πολλές φορές η οικονομική πολιτική πέφτει θύμα της επιτυχίας της.

#### Ένθετο 1.6. Βλέποντας την Κρίση να Έρχεται..

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η εμπειρία των ΗΠΑ.

Η ταχεία οικονομική ανάπτυξη στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990, η οποία έκανε τις ΗΠΑ πρότυπο προς μίμηση των υπολοίπων χωρών –των ευρωπαϊκών συμπεριλαμβανομένων, συνέβαλε στη δραματική διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της: από \$324 δισ. το 1999 σε \$445 δισ. το 2000.

Με απλά λόγια, οι κάτοικοι των ΗΠΑ δαπανούσαν σε ημερήσια βάση \$1.2 δισ. (=445 δισ./365 ημέρες) περισσότερα από το εισόδημά τους χρήματα, χρήματα τα οποία δανείζονταν από τον υπόλοιπο κόσμο.

Το έλλειμμα δε αυτό, το οποίο σχεδόν διπλασιάστηκε τα επόμενα επτά χρόνια, θεωρείτο από το 2000 ήδη, από πολλούς έγκυρους αναλυτές, ως η «Αχίλλειος πτέρνα» της αμερικανικής αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας. Ενείχε τον κίνδυνο να οδηγήσει σε υποτίμηση του δολαρίου και ύφεση στις ΗΠΑ, καθώς επίσης και σε ύφεση στον υπόλοιπο κόσμο του οποίου οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προς στις ΗΠΑ –κινητήριος δύναμη της οικονομίας πολλών χωρών— θα μειωνόταν.

Δεκάδες άρθρα είχαν γραφεί σχετικά στον χρηματοοικονομικό τύπο, σε ακαδημαϊκά περιοδικά, επιθεωρήσεις κεντρικών τραπεζών και οικονομικά δελτία διεθνών οργανισμών.

Για την ιστορία, η θεμελιώδης αυτή ανισορροπία θεωρείται ως μία από τις αιτίες της κρίσεως στο ένθέτο 1.3.

Μάλιστα, πολλοί αναλυτές δεν αιφνιδιάστηκαν από την κρίση. Αλλά από το ότι άργησε τόσο.

**«ΟΥΔΕΝ ΚΑΛΟΝ ΑΜΙΓΕΣ ΚΑΚΟΥ».** Εντείνοντας τον προηγούμενο προβληματισμό, στην οικονομική ζωή ισχύει η παραλλαγή του γνωστού αρχαίου ρητού. Το οποίο σημαίνει ότι τίποτε στην οικονομική ζωή δεν είναι χωρίς κόστος. Όλες δε οι αποφάσεις ενέχουν κίνδυνο: υπάρχει πάντα η πιθανότητα να συμβούν αντίξοα γεγονότα.

#### Ένθετο 1.7. «Ουδέν καλόν αμιγές κακού»

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συμμετοχή της Ελλάδος στην ΟΝΕ.

Ένα από τα θετικά είναι η προστασία της χώρας από μεταβολές των ισοτιμιών, ακραία περίπτωση των οποίων αποτελούν οι συναλλαγματικές κρίσεις. Η προστασία, συν τοις άλλοις, συνέβαλε στη μείωση των εγχωρίων επιτοκίων τα οποία, με τη σειρά τους, συνέβαλαν στην ταχεία ανάπτυξη του πρώτου μισού της δεκαετίας του 2000.

Ανάμεσα στα αρνητικά, μειώνονται τα περιθώρια ασκήσεως οικονομικής πολιτικής, καθότι τη νομισματική πολιτική σε όλη την Ευρωζώνη ασκεί η ΕΚΤ. Επίσης, η χώρα δεν έχει τη δυνατότητα υποτιμήσεως του νομίσματος προκειμένου να ενισχυθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος στο τελευταίο τέταρτο του 20° αιώνα. Από τη θετική πλευρά, συνέβαλε στην επιτάχυνση της οικονομικής αναπτύξεως παγκοσμίως. Από την αρνητική, κατέστησε τη διεθνή οικονομία περισσότερο επιρρεπή σε κρίσεις (βλέπετε σχετικά το ένθετο 1.11).

Παρενεργείες των «Οικονομικών Φαρμακών». Τα «οικονομικά φάρμακα» έχουν σοβαρές παρενέργειες. Προσθέτοντας ότι για τις επιλογές της οικονομικής πολιτικής ισχύει «το μη χείρον βέλτιστον», η χάραξη της οικονομικής πολιτικής είναι ανάλογη του τετραγωνισμού του κύκλου: οι Αρχές, κατά κανόνα, δεν έχουν να επιλέξουν την καλύτερη από ένα σύνολο καλών επιλογών, αλλά τη λιγότερο δυσάρεστη από ένα σύνολο δυσάρεστων επιλογών. «Πάρε τη μία και χτύπα την άλλη»!

Επιλογές της οικονομικής πολιτικής: «Το μη χείρον βέλτιστον!»

Τις επιλογές των κυβερνήσεων περιπλέκει το γεγονός ότι πολλές σωστές, από οικονομική άποψη, αποφάσεις έχουν βραχυπρόθεσμο πολιτικό κόστος, ενώ το όποιο όφελός τους αναμένεται στο μέλλον —όταν θα φανούν τα θετικά αποτελέσματα των αποφάσεων. Αυτό όμως, το μέλλον μπορεί να έλθει πολύ αργά για κάποια κυβέρνηση, δηλαδή, μετά τις εκλογές.

Με τις Αρχές να έχουν να επιλέξουν τη λιγότερο δυσμενή γι' αυτές επιλογή, η οποία δεν είναι πάντοτε εμφανής ούτε στις Αρχές ούτε –πολύ περισσότερο – σε τρίτους, δυσχεραίνεται η προσπάθεια των αναλυτών να προβλέψουν τις αποφάσεις των Αρχών, αποφάσεις οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την οικονομία και τις αγορές.

# Ένθετο 1.8. Επιλογές Πολιτικής: Συνήθως, «Το Μη Χείρον Βέλτιστον»

Τον Σεπτέμβριο του 1992, όταν κερδοσκόποι, προεξάρχοντος του George Soros, κτύπησαν την αγγλική λίρα, η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα της Αγγλίας αντιμετώπισαν το εξής δίλημμα: να υπερασπισθούν τη λίρα, με υψηλά επιτόκια και με κόστος την επιβράδυνση της οικονομίας και την άνοδο της ανεργίας, ή να εγκαταλείψουν το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών —τον πρόγονο της ΟΝΕ, και να αφήσουν τη λίρα να υποτιμηθεί;

Επέλεξαν το δεύτερο, ως το μικρότερο κακό. Όσοι είχαν στοιχηματίσει στην πρώτη επιλογή έχασαν. Όσοι είχαν στοιχηματίσει στη δεύτερη, κέρδισαν.

Για τον George Soros οι εκτιμήσεις είναι ότι κέρδισε περίπου ένα δισ. δολάρια. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπετε το ένθετο 16.3 "George Soros και Η Κρίση της Στερλίνας τον Σεπτέμβριο 1992".

(ΦαΙΝΟΜΕΝΙΚΑ) ΔΥΣΑΝΑΛΟΓΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΠΟΙΩΝ ΔΙΑΤΑΡΑΧΩΝ, τα οποία είναι δύσκολο να προβλεφθούν ώστε να ληφθούν εγκαίρως μέτρα. Βλέπετε σχετικά το ένθετο 1.3 για τον καταλυτικό ρόλο της αγοράς στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφαλίσεως στο ξέσπασμα της κρίσεως το 2007.

**ΕΥΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ.** Επειδή οι οικονομικοί παράγοντες δρουν πριν τα γεγονότα, οι προσδοκίες επηρεάζουν πολύ τις αποφάσεις τους και, μέσω αυτών, την οικονομία και τις χρηματαγορές.

Έχουν, όμως, ένα αδύνατο σημείο. Είναι πολύ ευμετάβλητες, επηρεαζόμενες από πάσης φύσεως γεγονότα και φήμες για την οικονομία, την πολιτική, τις διεθνείς σχέσεις... Ως συνέπεια, είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν οι μεταβολές τους. Συχνά δε, οι προσδοκίες μεταβάλλονται δραματικά χωρίς να υπάρχει εμφανής λόγος.

Δυσχεραίνοντας ακόμη περισσότερο το έργο των αναλυτών, οι προσδοκίες, και δη οι αρνητικές, συχνά γίνονται αυτο-επιβεβαιούμενες προφητείες, ακόμη και όταν δεν έχουν σχέση με την πραγματικότητα. Χαρακτηριστικά διαχρονικά παραδείγματα αποτελούν οι αυτο-επιβεβαιούμενες τραπεζικές και συναλλαγματικές κρίσεις.

Είτε υπάρχει εμφανής λόγος για τη μεταβολή των προσδοκιών είτε όχι, τα αποτελέσματα μπορεί να είναι καταστρεπτικά για τις χώρες και τους οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζονται.

**ΝΕΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ, ΠΑΛΙΕΣ «ΣΥΝΤΑΓΕΣ».** Συνεχώς ανακύπτουν νέα οικονομικά προβλήματα και διλήμματα, για την αντιμετώπιση των οποίων οι παλιές, δοκιμασμένες «συνταγές» δεν αρκούν.

Η κρίση του ενθέτου 1.3, η οποία δεν κατέστη δυνατόν να ελεγχθεί παρά την πρόσφατη σχετική εμπειρία της Ιαπωνίας –στο ένθετο 1.9, το επιβεβαιώνει.

# Ένθετο 1.9. Ιαπωνία στη Δεκαετία του 1990 – «Ταξιδεύοντας στο Άγνωστο…»

Στην Ιαπωνία, η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος στη δεκαετία του 1990, η οποία ακολούθησε το 1989 το σπάσιμο της 'δίδυμης φούσκας' στο χρηματιστήριο του Τόκιο και στην αγορά ακινήτων, κατέστησε παντελώς αναποτελεσματική, και τη νομισματική, και τη δημοσιονομική πολιτική.

Παρά τις διαρκώς εντεινόμενες προσπάθειες της κυβερνήσεως και της κεντρικής τραπέζης, η οικονομία παρέμεινε σε ύφεση για μία δεκαετία περίπου.

Ενδεικτική των προσπαθειών των Αρχών είναι η αύξηση του κυβερνητικού χρέους, από 65% του ακαθάριστου εγχωρίου προϊόντος το 1990 σε περισσότερο από 170% το 2005—το υψηλότερο μεταξύ των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, καθώς η κυβέρνηση αύξανε επί ματαίω τις δαπάνες για την έξοδο από την παρατεταμένη ύφεση.

Μία άλλη ένδειξη είναι τα ουσιαστικά μηδενικά επιτόκια της Ιαπωνίας από το 1995. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε τα ένθετα 5.14 "Ο Αντιπληθωρισμός της Ιαπωνίας, 1999 – 2005" και 12.17 "Η Δυναμική της Ιαπωνικής Κρίσεως".

Χαρακτηριστικός είναι ο τίτλος άρθρου των Financial Times (27/10/2001):

#### "Japan in uncharted territory after two years of deflation"

Λόγω της χαμένης –όπως πλέον χαρακτηρίζεται— δεκαετίας του 1990, διαψεύσθηκαν οι από το τέλος δεκαετίας 1980 εκτιμήσεις ότι η Ιαπωνία θα απειλούσε την οικονομική πρωτοκαθεδρία των ΗΠΑ.

Απομένει να δούμε εάν το πάθημα της Ιαπωνίας επαναληφθεί με τη μεγάλη κρίση του ενθέτου 1.3. Παρότι οι Αρχές σε όλον τον βιομηχανικό κόσμο αντέδρασαν πολύ ταχύτερα και με μεγαλύτερη αποφασιστικότητα από ότι οι Ιαπωνικές Αρχές, οι υπάρχουσες ενδείξεις είναι μάλλον αποθαρρυντικές.

**ΑΠΟΤΟΜΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ,** εξ αιτίας των οποίων χώρες-πρότυπα μετατρέπονται εν μια νυκτί σε παραδείγματα προς αποφυγήν, ενώ επενδυτικά «Ελντοράντο» αποδεικνύονται επενδυτικά «Βατερλώ».

Οι αναλυτές, και όλοι οι οικονομικοί παράγοντες, πρέπει να είναι σε συνεχή εγρήγορση.



Από 1/1/1999 έως 18/1/2000, ο δείκτης του χρηματιστηρίου της Κωνσταντινουπόλεως σημείωσε άνοδο της τάξεως του 650%. Μετά άρχισε η πτώση, η οποία επιδεινώθηκε από τη δημόσια διαφωνία του προέδρου και του πρωθυπουργού της χώρας στις 19 Φεβρουαρίου 2001.

Εκείνη την ημέρα, ο δείκτης σημείωσε πτώση 15%, αυξάνοντας τη συνολική πτώση σε 63% από το ανώτατο σημείο.

Στην προσπάθεια να αποτραπεί η ολοκληρωτική κατάρρευση της τουρκικής λίρας, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν από 40% στις 16 Φεβρουαρίου σε 2.057% στις 20 Φεβρουαρίου και 4.018% την επομένη, πριν μειωθούν σε 1.195% στις 22 του μηνός.

Παρόλη, όμως, την υποστήριξη από τα υψηλά επιτόκια, η λίρα απώλεσε 27% της αξίας της έναντι του δολαρίου σε μία εβδομάδα, από τις 16 έως τις 22 Φεβρουαρίου.

Σκεφθείτε τη ζημιά ενός επενδυτή ο οποίος την 16<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2001 είχε επενδύσει \$100.000 στο δείκτη του χρηματιστηρίου της Κωνσταντινουπόλεως. Ως συνέπεια της πτώσεως του χρηματιστηρίου και της υποτιμήσεως του νομίσματος, μετά από έξι ημέρες, η αξία των επενδύσεών του θα είχε μειωθεί κατά 40% περίπου, σε μόλις \$60.590.

Πολλες Χρηματοοικονομίκες Κρίσεις, χρηματιστηριακές, τραπεζικές, συναλλαγματικές, στην αγορά γης,... για την κατανόηση των οποίων απαιτούνται πολλές γνώσεις, οι οποίες δεν διδάσκονται σε τυπικά οικονομικά και επενδυτικά μαθήματα, καθώς και μεγάλη εμπειρία.

Αυτές οι κρίσεις δεν κάνουν διάκριση μεταξύ μεγάλων και μικρών χωρών, ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων, και χωρών οι οποίες ακολουθούν φιλελεύθερη ή μη οικονομική πολιτική. Όλες οι χώρες είναι ευάλωτες. Επιπλέον, οι κρίσεις έχουν δραματικές επιπτώσεις στους κατοίκους των χωρών όπου συμβαίνουν, και προκαλούν μεγάλες ζημίες στους επενδυτές οι οποίοι έχουν επενδύσει εκεί.

Η αύξηση της συχνότητας και της εντάσεως των κρίσεων από τη δεκαετία του 1980 δεν είναι τυχαία. Είναι αποτέλεσμα της απελευθερώσεως του χρηματοοικονομικού συστήματος και του τρόπου λειτουργίας του συστήματος της ελεύθερης οικονομίας. Οι οικονομικοί παράγοντες πρέπει να μάθουν να ζουν με αυτές.

# Ένθετο 1.11. Τραπεζικές Κρίσεις, 1980 – 1996

Το πόσο συχνές έχουν γίνει οι κρίσεις προκύπτει από μία μελέτη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου: την περίοδο 1980 – 1996, όλες σχεδόν οι χώρες είχαν είτε σημαντικά προβλήματα είτε κρίση στον τραπεζικό τομέα. Εξαίρεση αποτέλεσαν ελάχιστες χώρες της Λατινικής Αμερικής, της Αφρικής και της Μέσης Ανατολής και από τις βιομηχανικές οι Αγγλία, Βέλγιο, Ολλανδία, Πορτογαλία, Αυστρία και Ελβετία.

Το κόστος των κρίσεων στις ανεπτυγμένες βιομηχανικές χώρες κυμάνθηκε από 3.2% του ΑΕΠ στις ΗΠΑ έως 12.3% στην Ιαπωνία. Σε αρκετές δε αναπτυσσόμενες χώρες, ξεπέρασε το 40%.

Για να γίνουν αντιληπτά τα σχετικά μεγέθη, αρκεί να αναφερθεί ότι για την Ιαπωνία το κόστος των τραπεζικών προβλημάτων της δεκαετίας του 1990 (ένθετο 1.9) εκτιμάτο το 1998 σε περίπου 500 δισ. δολάρια ΗΠΑ. Επίσης, μία πτώση του ΑΕΠ της τάξεως του 2% αντιστοιχεί σε βαθύτατη ύφεση, η οποία συνοδεύεται από μεγάλη αύξηση της ανεργίας. Ενδεικτικά, η πτώση του πραγματικού ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 2.2% το 1982 σηματοδότησε τη βαθύτερη ύφεση στη χώρα από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και συνοδεύτηκε από αύξηση της ανεργίας σε 10.8% το Δεκέμβριο 1982, το υψηλότερο ποσοστό από το 1950.

Το κόστος των τραπεζικών κρίσεων αυξάνεται, όταν συνοδεύονται και από συναλλαγματικές κρίσεις, γεγονός μάλλον συνηθισμένο. $^6$ 

<sup>4</sup> Carl-Johan Lindgren, Gillian Garcia και Matthew I. Saal (1996). <u>Bank Soundness and Macroeconomic Policy</u>, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.), σελ. 3 – 5.

Πολλές κρίσεις, με μεγάλο οικονομικό και κοινωνικό κόστος.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> James R. Barth, Gerald Caprio Jr. και Ross Levine (2001). "Banking Systems Around the Globe: Do Regulations and Ownership Affect Performance and Stability?", κεφάλαιο 2 στο συλλογικό τόμο <u>Prudential Supervision</u>, επιμέλεια Frederick S. Mishkin, National Bueau of Economic Research, σελ. 60 – 77.

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Οι Graciela L. Kaminsky και Carmen M. Reinhart απαριθμούν 19 τραπεζικές κρίσεις από το 1980 οι οποίες συνοδεύτηκαν από συναλλαγματικές κρίσεις. Βλέπετε το άρθρο τους "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, Τόμος 89, Αριθμός 3, 1999, σελ. 473 – 500.



Πηνή: Lindgren, Garcia και Saal (1996).

**Σημείωση:** Σκούρο γκρι: χώρες με τραπεζική κρίση. Γκρι: χώρες με σοβαρά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα. Λευκό: χώρες χωρίς γνωστά προβλήματα.

Πάντως, το κόστος των εδώ εξεταζομένων κρίσεων είναι πολλές τάξεις μεγέθους μικρότερο από το αντίστοιχο της αναφερομένης του ενθέτου 1.3 κρίσεως. Παρότι θα χρειαστεί να περάσουν πολλά χρόνια πριν αποτιμηθεί με κάποια ικανοποιητική ακρίβεια, αναμένεται να φθάσει σε δυσθεώρητα ύψη, παρά την ταχύτατη αντίδραση των κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών, σε όλον τον βιομηχανικό κόσμο, για την αντιμετώπιση της κρίσεως.

ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ «ΟΡΘΟΔΟΞΙΑ». Αλλάζουν οι «κανόνες του παιχνιδιού», αναγκάζοντας τους οικονομικούς παράγοντες να αναθεωρούν τις αποφάσεις τους. Κατά κανόνα, είναι δύσκολο να προβλεφθούν οι συνέπειες αυτών των αλλαγών ώστε να αναθεωρηθούν ανάλογα οι αποφάσεις.

Η μεταβαλλόμενη «ορθοδοξία» ισχύει και για τους κανόνες τους οποίους επιβάλλουν οι κυβερνήσεις μέσω του θεσμικού πλαισίου, καθώς και για αυτούς τους οποίους επιβάλλουν οι αγορές μέσω των χρηματοδοτικών αποφάσεών τους και των διασυνοριακών κινήσεων επενδυτικών κεφαλαίων.

Αποτελεί δε έναν ακόμη λόγο για να μην εφησυχάζουν και να βρίσκονται σε διαρκή εγρήγορση όλοι οι οικονομικοί παράγοντες.

#### Ένθετο 1.12. Οι «Κανόνες του Παιχνιδιού» Αλλάζουν...

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αλλαγής των κανόνων που επιβάλλουν οι κυβερνήσεις, αποτελεί η επιστροφή σε μεγαλύτερο κρατικό παρεμβατισμό σε όλον τον κόσμο, ακόμη και σε χώρες-ζηλωτές της ελεύθερης οικονομίας, όπως οι ΗΠΑ και το ΗΒ, και με τις ευλογίες ιδεολογικά διακειμένων προς την ελεύθερη οικονομία οργανισμών, όπως το ΔΝΤ, στην προσπάθεια αντιμετωπίσεως της κρίσεως του ενθέτου 1.3.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αλλαγής των κανόνων που επιβάλλουν οι αγορές αποτελούν οι συνεχώς μεταβαλλόμενες συνταγές για τη συναλλαγματική πολιτική των αναπτυσσομένων χωρών. Στην αρχή της δεκαετίας του 1990 επικρατούσε η άποψη ότι ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, είτε σχετικά ευέλικτο όπως αυτό του Μεξικού και χωρών της Ν.Α. Ασίας, είτε ανελαστικό, όπως το currency board της Αργεντινής και της Βουλγαρίας, ήταν προτιμητέο για τις αναπτυσσόμενες χώρες από ένα σύστημα μεταβλητών ισοτιμιών.

Οι διαδοχικές, όμως, συναλλαγματικές και τραπεζικές κρίσεις στις προαναφερθείσες χώρες, αρχής γενομένης με την συναλλαγματική κρίση του Μεξικού τον Δεκέμβριο 1994, ανέτρεψαν αυτή την άποψη. Βλέπετε σχετικά το εισαγωγικό κείμενο του κεφαλαίου 16.

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Jeffrey Frankel (1999, Αύγουστος) <u>No Single Currency Regime Is Right For All Countries At All Times</u>, *Princeton Essays in International Finance* No 215.

**ΣΥΧΝΕΣ ΕΞΑΡΣΕΙΣ ΥΠΕΡΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑΣ ΟΙ ΟΠΟΙΕΣ ΣΥΝΗΘΩΣ ΚΑΤΑΛΗΓΟΥΝ ΣΕ ΚΡΙΣΕΙΣ.** Ακόμη και αν κάποιος δεν παρασυρθεί σε παρακινδυνευμένες επενδύσεις την περίοδο της ευφορίας, πράγμα δύσκολο, όταν στα αρχικά στάδια της ευφορίας θα βλέπει φίλους και γνωστούς να αποκομίζουν εύκολα κέρδη, δεν θα αποφύγει τις συνέπειες της μάλλον αναπόφευκτης προσγειώσεως στην πραγματικότητα – συνήθως σε συνθήκες κρίσεως.

Μια πραγματικότητα η οποία υπενθυμίζει το αυτονόητο: στην οικονομική ζωή δεν υπάρχουν «χρυσοτόκες όρνιθες», ούτε γίνονται θαύματα.

Επιπλέον, κανείς δεν έχει την πολυτέλεια να αγνοήσει τα τεκταινόμενα στην οικονομία και τις αγορές: είτε συμμετέχει στα κέρδη κατά τις περιόδους ευφορίας είτε όχι, θα κληθεί να συμμετάσχει στη ζημία όταν αυτές οι περίοδοι αναπόφευκτα κάποια στιγμή τελειώσουν.

# Ένθετο 1.13. «Ό,τι Αρχίζει Ωραίο…»

Στην Ελλάδα, η υπεραισιοδοξία από την επιτυχή πορεία της χώρας προς την ΟΝΕ συνέβαλε στη δημιουργία της 'φούσκας' στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1999, το σπάσιμο της οποίας επέφερε σημαντικές απώλειες σε εκατοντάδες χιλιάδες μικρο-επενδυτές και δημιούργησε σοβαρές δυσκολίες σε πολλές εταιρείες, επηρεάζοντας αρνητικά την οικονομία της χώρας για αρκετά χρόνια.



Πηγή Δεδομένων: Datastream.

Στις ΗΠΑ, ο ασυνήθιστος με τα δεδομένα της εποχής εκείνης συνδυασμός υψηλών ρυθμών οικονομικής αναπτύξεως με χαμηλό πληθωρισμό, στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990, οδήγησε πολλούς να πιστέψουν στην ύπαρξη της λεγόμενης 'Νέας Οικονομίας' στην οποία η συνεχής και ταχεία ανάπτυξη με χαμηλό πληθωρισμό θα συνοδευόταν από διαρκή άνοδο των χρηματιστηρίων.

Η κατάρρευση του δείκτη του χρηματιστηρίου NASDAQ των ΗΠΑ και το κλείσιμο του Neuer Markt της Γερμανίας τον Μάρτιο 2003, όπου διαπραγματεύονταν κυρίως οι μετοχές των εταιριών της 'Νέας Οικονομίας', υπενθύμισε στους επενδυτές, με δραματικό τρόπο, ότι στην οικονομική ζωή δεν γίνονται θαύματα.



Η κρίση του ενθέτου 1.3 έθαψε κατά πάσα πιθανότητα για πολλά χρόνια τις ελπίδες για μία 'Νέα Οικονομία', στην οποία δεν ισχύουν οι κανόνες της παλαιάς.

Η Διαφορετική Οπτική Γωνία Εγκυρών Αναλύτων. Η διαφορετική οπτική γωνία υπό την οποία έγκυροι αναλυτές αναλύουν τα θέματα της επικαιρότητας, έχει ως αποτέλεσμα να καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα, παρότι ξεκινούν με τα ίδια δεδομένα.

Έτσι όμως, προβληματίζουν τους μη ειδήμονες, δηλαδή, το ευρύ κοινό, το οποίο προσβλέπει στα συμπεράσματα των αναλυτών προκειμένου να λάβει τις οικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις του.

#### Ένθετο 1.14. Η Μάχη του Δολαρίου – 1995

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, όταν το δολάριο βρισκόταν σε σχετικά χαμηλό επίπεδο έναντι των κύριων νομισμάτων, υπήρχε έντονος προβληματισμός στις ΗΠΑ, αλλά και στους διεθνείς οικονομικούς κύκλους, για τα αίτια της πτώσεώς του, καθώς επίσης και για τους τρόπους αναστροφής της. Για σχετικά στοιχεία, βλέπετε το σχήμα 13.1.

Δύο από τους εγκυρότερους αναλυτές, οι καθηγητές Martin Feldstein του Harvard και Paul Krugman του MIT (Βραβείο Νόμπελ στα Οικονομικά, 2008), είχαν διαμετρικά αντίθετες απόψεις.

Ο μεν Feldstein πρότεινε, συνηγορούντος και του κ. Tietmeyer –τότε Διοικητού της κεντρικής τραπέζης της Γερμανίας, ότι, για να ανακάμψει το δολάριο, οι ΗΠΑ έπρεπε να μειώσουν το τότε υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμά τους. Ο δε Krugman αντέτεινε ότι μία τέτοια πολιτική θα εξασθένιζε περαιτέρω το δολάριο.

Και οι δύο, ο καθένας από τη δική του οπτική γωνία, είχαν δίκιο: ο μεν Felstein σκεπτόμενος μακροπρόθεσμα, ο δε Krugman βραχυπρόθεσμα.

Ο Feldstein προβληματιζόταν για τη μακροπρόθεσμη αρνητική επί του δολαρίου επίδραση του μεγάλου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ. Στη βελτίωση του ελλείμματος θα συνέβαλε η μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού.

Ο δε Krugman προβληματιζόταν για την βραχυπρόθεσμη αρνητική επί του δολαρίου επίδραση την οποία θα είχε η μείωση των αμερικανικών επιτοκίων – αποτέλεσμα της μειώσεως του ελλείμματος του προϋπολογισμού.

Πόσοι, όμως, άνθρωποι, οι οποίοι δεν είχαν βαθιά γνώση του αντικειμένου όπως οι προαναφερθέντες καθηγητές και διοικητές κεντρικών τραπεζών, μπορούσαν να διακρίνουν τη λεπτή διαφορά στην οπτική γωνία και να συνάγουν κάποια χρήσιμα συμπεράσματα από τις διαμετρικά αντίθετες προτάσεις τους;

Οι Υπερβολές του Χρηματοοικονομικου Τύπου. Δεδομένου ότι οι περισσότεροι οικονομικοί παράγοντες αντλούν πληροφορίες και αναλύσεις από τον χρηματοοικονομικό τύπο, οι συγκεκριμένες υπερβολές δυσχεραίνουν την αντικειμενική εκτίμηση των δεδομένων και την ψύχραιμη λήψη αποφάσεων.

#### Ένθετο 1.15. Η Μάχη του Δολαρίου (Συνέχεια) – 2001

Οι υπερβολές του χρηματοοικονομικού τύπου αναδεικνύονται με αναφορές από την επόμενη φάση της μάχης του δολαρίου, στις αρχές της δεκαετίας του 2000, όταν οι όροι είχαν αντιστραφεί και το δολάριο είχε ενισχυθεί έναντι του ευρώ.

Συγκεκριμένα, όταν το ευρώ έπεσε από \$1,17 τον Ιανουάριο του 1999, όταν εισήχθη, σε λιγότερο από \$0,90 τον Σεπτέμβριο 2000, σημειώνοντας πτώση της τάξεως του 30%, ο χρηματοοικονομικός τύπος το παρουσίαζε σαν να ερχόταν το τέλος του κόσμου. Για τα σχετικά στοιχεία, βλέπετε το σχήμα του ενθέτου 1.5.

"Μαίνεται ο πόλεμος δολαρίου και ευρώ – Με συνεχείς διακυμάνσεις" (τίτλος άρθρου της <u>Καθημερινής</u>, 4/11/2000).

Δύο τίτλοι από τους Financial Times:

- ✓ "Euro battle" (19/9/2000)
- ✓ "G7 tries to save the euro" (24/9/2000).

Και όμως, όπως τεκμηριώνεται από το σχήμα 13.1, μία τέτοια ισοτιμία δεν ήταν πρωτοφανής. Χαρακτηριστικά, στο τέλος Φεβρουαρίου 1985 το δολάριο είχε ανέβει σε 3.32 Γερμανικά μάρκα, το οποίο με τη ισοτιμία μετατροπής μάρκων σε ευρώ, 1,95 μάρκα/ευρώ, αντιστοιχεί σε περίπου \$0,59 δολάρια ανά ευρώ —σχεδόν 25% χαμηλότερα από το επίπεδο του Σεπτεμβρίου 2001.

Ούτε και το ποσοστό της μεταβολής ήταν πρωτοφανές. Στα δύο έτη μετά τον Φεβρουάριο 1985, το μάρκο ανατιμήθηκε κατά 90% έναντι του δολαρίου —τριπλάσιο ποσοστό από αυτό της υποτιμήσεως του ευρώ κατά την περίοδο Ιανουαρίου 1999 – Σεπτεμβρίου 2000.

Αφού τότε, στα μέσα της δεκαετίας του 1980, ενώ σημειώθηκαν μεγαλύτερες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, δεν είχε επέλθει το τέλος του κόσμου, ήταν μάλλον απίθανο να επέλθει τον Σεπτέμβριο 2000, παρά τους δραματικούς τίτλους του χρηματοοικονομικού τύπου.

Το επιβεβαιώνει εξάλλου και το ευμετάβλητο της γνώμης του χρηματοοικονομικού τύπου, όπως αποτυπώνεται σε ένα άρθρο της <u>Καθημερινής</u> (25/5/2003) από την επόμενη φάση της μάχης του δολαρίου, 2½ χρόνια αργότερα.

#### «Η αβέβαιη νομισματική ισορροπία

Η τωρινή υποτίμηση του δολαρίου εκλαμβάνεται ως ένδειξη υπεροχής της αμερικανικής οικονομίας, όπως ακριβώς πριν από τρία χρόνια ερμηνευόταν η διαρκής τότε ανατίμησή του έναντι του ευρώ».

Ο ΙΣΧΥΡΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ. Στα λεχθέντα στο τέλος της πρώτης ενότητας για το ρόλο των αγορών, προσθέστε ότι οι χρηματαγορές επιβάλλουν μεγάλη πειθαρχία σε όλους τους οικονομικούς παράγοντες. Και αυτό σε ένα οικονομικό περιβάλλον, όπου η απελευθέρωση των αγορών έχει αλλάξει υπέρ τους το συσχετισμό δυνάμεων και έχει περιορίσει τη δυνατότητα των Αρχών να επηρεάζουν την οικονομία.

Οι χρηματαγορές επιβάλλουν πειθαρχία «ψηφίζοντας με τα πόδια τους»: αποφεύγοντας τη χρηματοδότηση, ή απαιτώντας απαγορευτικά επιτόκια για τη χρηματοδότηση κυβερνήσεων, επιχειρήσεων, τραπεζών..., των οποίων την πολιτική δεν εγκρίνουν, τις αναγκάζουν να αλλάξουν πολιτική.

Και αυτό εκ πρώτης όψεως, είναι ανησυχητικό: οι μη υποκείμενες σε κανέναν κοινωνικό έλεγχο αγορές ασκούν μεγάλη επίδραση στην οικονομία και την κοινωνία. Αντίθετα, οι κυβερνήσεις λογοδοτούν κάθε τέσσερα περίπου χρόνια στο εκλογικό σώμα. Την ισχύ των χρηματαγορών περιγράφει εύγλωττα μία παρατήρηση του James Carville, συμβούλου του τότε προέδρου των ΗΠΑ Bill Clinton:

«Κάποτε πίστευα ότι, εάν υπάρχει μετεμψύχωση, θα ήθελα να επιστρέψω ως πρόεδρος ή πάπας. Τώρα όμως επιθυμώ να επιστρέψω ως αγορά ομολόγων: μπορείς να τρομοκρατείς τους πάντες».

Δεν είναι, όμως, αυτό πάντα αρνητικό: πολλές φορές, οι αγορές αποτρέπουν μια ασυνεπή οικονομική πολιτική ή επιβάλλουν την ταχύτερη αλλαγή της, πολύ πριν το κάνει το εκλογικό σώμα, το οποίο δεν έχει εξειδικευμένες γνώσεις και πληροφορίες.

Επιπλέον, η μεγαλύτερη πειθαρχία οδηγεί μακροπρόθεσμα σε μεγαλύτερη ευημερία των πολιτών: οι περιορισμένες αποταμιεύσεις μίας χώρας διοχετεύονται στις πλέον παραγωγικές επενδύσεις, με αποτέλεσμα οι χρηματοδότες/αποταμιευτές και οι χρηματοδοτούμενοι να απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις.

Βεβαίως, υπάρχει και ο αντίλογος – τίποτε άλλωστε δεν είναι «άσπρο – μαύρο» στην οικονομική ζωή. Συχνά οι χρηματαγορές επιβάλλουν, ιδιαίτερα σε μικρές χώρες, πολιτικές οι οποίες δεν είναι κατάλληλες για το στάδιο αναπτύξεώς τους ή τη θεσμική ωριμότητά τους.

Η Έλλειψη Ξεκαθάρων Απαντήσεων για το Θεσμικό Πλαίσιο και το Ρόλο της Πολιτείας στην Οικονομία. Σε ένα απελευθερωμένο και χωρίς περιορισμούς χρηματοοικονομικό σύστημα, οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες, έχουν σχετικά μικρή δυνατότητα ελέγχου της οικονομίας. Επιπλέον, η οικονομία είναι επιρρεπής σε κρίσεις.

Στο εύλογο ερώτημα γιατί οι Αρχές δεν επιβάλλουν περιορισμούς, η απάντηση είναι ότι πρέπει να βρουν μία χρυσή τομή: μεταξύ της σταθερότητας της οικονομίας, η οποία συνηγορεί υπέρ των περιορισμών, και της οικονομικής αναπτύξεως, η οποία συνηγορεί κατά των περιορισμών.

Εν συντομία, ένα απελευθερωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία των πολιτών, αλλά είναι επιρρεπές σε κρίσεις. Στο αντίθετο άκρο, ένα καταπιεσμένο σύστημα, όπου οι Αρχές επιβάλλουν πολλούς περιορισμούς στη λειτουργία των χρηματαγορών και της οικονομίας γενικότερα, είναι μεν λιγότερο επιρρεπές σε κρίσεις, αλλά συνήθως είναι εις βάρος της αναπτύξεως.

Πού βρίσκεται η συγκεκριμένη χρυσή τομή κανείς δεν γνωρίζει. Συν τοις άλλοις, μεταβάλλεται με το χρόνο, καθώς αλλάζουν η οικονομία, οι άνθρωποι, η οικονομική

Χρηματαγορές: Επιβάλλουν μεγάλη πειθαρχία σε όλους...

...χωρίς να υπόκεινται σε κανέναν δημοκρατικό έλεγχο. «ορθοδοξία»... Επίσης, δεν είναι σίγουρο ότι οι περιορισμοί θα είναι σωστά σχεδιασμένοι.

Ακόμη χειρότερα, η άγνωστη χρυσή τομή εξαρτάται όχι μόνο από τις γενικότερες κοινωνικές, πολιτικές και οικονομικές συνθήκες σε μία χώρα, αλλά και από τις αντίστοιχες συνθήκες στον υπόλοιπο κόσμο. Για παράδειγμα, ακόμη και αν οι συνθήκες σε μία χώρα επιβάλλουν μεγάλο έλεγχο των Αρχών στην εγχώρια οικονομία και τις χρηματαγορές, η συγκεκριμένη χώρα θα υποστεί μεγάλο κόστος εάν προσπαθήσει να επιβάλει αυτό τον έλεγχο σε περίοδο που ο υπόλοιπος κόσμος ακολουθεί αντίθετη πορεία.

# Συνεχείς αλλαγές στην οικονομία και τις χρηματαγορές

Το έργο των αναλυτών δυσχεραίνουν οι συνεχείς αλλαγές στην οικονομία και τις χρηματαγορές. Εξαιτίας τους, το παρελθόν δεν αποτελεί αξιόπιστο οδηγό για το μέλλον, ενώ οι αναλυτές, και όλοι οι οικονομικοί παράγοντες, δεν έχουν ένα σταθερό σημείο αναφοράς για την ερμηνεία των εξελίξεων και την αποκωδικοποίηση των παρατηρουμένων μεγεθών.

Αυτές τις αλλαγές δεν μπορεί να τις προδιαγράψει, ούτε να ελέγξει απόλυτα, κανένας οικονομικός παράγων, όσο ισχυρός και αν είναι.

Η οικονομία και οι χρηματαγορές είναι ζωντανοί οργανισμοί, οι οποίοι εξελίσσονται συνεχώς. Σε αυτές δραστηριοποιούνται έξυπνοι, δημιουργικοί και κατά κανόνα καλά πληροφορημένοι άνθρωποι οι οποίοι, έχοντας ένα ισχυρότατο κίνητρο, το κέρδος, προσαρμόζουν τη συμπεριφορά τους στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες, εφευρίσκοντας συνεχώς νέους τρόπους να αποφεύγουν τους όποιους περιορισμούς από το θεσμικό πλαίσιο. Το τελευταίο αλλάζει, άλλοτε με πρωτοβουλία των Αρχών και άλλοτε υπό την πίεση των γεγονότων – τα οποία, συνήθως, δεν ελέγχουν οι Αρχές ή κάποιος άλλος οικονομικός παράγων.

Μέρος των αλλαγών αποτελεί και η ανάδειξη νέων οικονομικών δυνάμεων. Χαρακτηριστικά, το 2010 η Κίνα κατετάγη δεύτερη παγκοσμίως με κριτήριο το ΑΕΠ, ξεπερνώντας την Ιαπωνία. Κανείς δεν μπορεί να προβλέψει τις οικονομικές, κοινωνικές και γεωστρατηγικές επιπτώσεις της ανόδου της Κίνας, αλλά και άλλων αναπτυσσόμενων χωρών, όπως η Βραζιλία και η Ινδία.

Χρειάζονται καλές προβλέψεις...

#### Έλλειψη καλών προβλέψεων

Οι οικονομικοί παράγοντες πρέπει να δρουν πριν τα γεγονότα. Για το λόγο αυτό χρειάζονται καλές προβλέψεις για τις εξελίξεις στην οικονομία και τις χρηματαγορές... οι οποίες όμως, δεν υπάρχουν.

#### Ένθετο 1.16. «Κακές» Προβλέψεις – Συμβαίνουν και στα «Καλύτερα Σπίτια»

Ενδεικτική είναι η αναθεώρηση των προβλέψεων του ΟΟΣΑ για το ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ το 2001 των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Ευρωπαϊκής Ενώσεως (ΕΕ), μεταξύ του Δεκεμβρίου 2000 και του Ιουνίου 2001, καθώς και η σύγκριση των συγκεκριμένων προβλέψεων με τα ανακοινωθέντα πραγματικά στοιχεία τον Ιούνιο 2002.

Οι τρεις πρώτες στήλες του κατωτέρω σχήματος παρουσιάζουν τις προβλέψεις του Δεκεμβρίου 2000, οι επόμενες τρεις τις του Ιουνίου 2001, ενώ οι τρεις τελευταίες, τα ανακοινωθέντα τον Ιούνιο 2002 πραγματικά στοιχεία.

Συγκρίνοντας τις προβλέψεις του Δεκεμβρίου 2000 και του Ιουνίου 2001 μεταξύ τους, καθώς και με τα πραγματικά στοιχεία, φαίνεται ότι η δραματική μείωση των προβλεπομένων ρυθμών οικονομικής αναπτύξεως και για τις τρεις χώρες δεν ήταν η σημαντικότερη εξέλιξη.

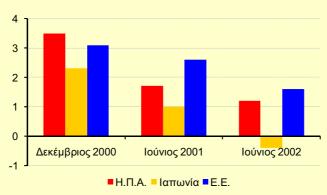
Για την Ιαπωνία, περισσότερο σημαντική εξέλιξη ήταν ότι δεν επαληθεύθηκε η προσδοκία εξόδου το 2001 από τη δεκαετή ύφεση: αντί για τον αναμενόμενο θετικό ρυθμό, είχε αρνητικό — συνέχιση της υφέσεως.

Για τις ΗΠΑ δεν επαληθεύθηκε η συνέχιση της ταχείας αναπτύξεως, με συνέπεια, η οικονομική πολιτική να αλλάξει προτεραιότητα: από τον έλεγχο του πληθωρισμού, ο οποίος συνήθως συμβαδίζει με ταχεία ανάπτυξη, σε αποφυγή της υφέσεως. Μία εκδήλωση αυτής της πολιτικής ήταν η μείωση των αμερικανικών επιτοκίων.

...που, όμως, δεν

Για δε την ΕΕ, ήταν η αναθεώρηση των προσδοκιών για τη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου υπέρ του μέχρι τότε αδύνατου ευρώ, λόγω του υψηλότερου ρυθμού αναπτύξεώς της από τις ΗΠΑ.

Προβλέψεις του ΟΟΣΑ: Μεταβολή του Πραγματικού ΑΕΠ – 2001 [%]



Ας σημειωθεί ότι η πρόβλεψη ορισμένων χρηματοοικονομικών μεταβλητών, και κυρίως των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των τιμών των μετοχών, είναι σχεδόν αδύνατη.

Δυσχεραίνοντας ακόμη περισσότερο το έργο των αναλυτών, οι προβλέψεις τείνουν να είναι λιγότερο ακριβείς, όταν οι ακριβείς προβλέψεις χρειάζονται περισσότερο: δηλαδή, όταν η οικονομία οδεύει προς ύφεση ή βρίσκεται σε κρίση.

Η έλλειψη καλών προβλέψεων δεν σημαίνει ότι οι οικονομολόγοι δεν έχουν μάθει το μάθημά τους. Το αντίθετο!

Αντανακλά την άβολη πραγματικότητα ότι κανείς δεν γνωρίζει πως ακριβώς λειτουργούν η οικονομία και οι χρηματαγορές. Ως συνέπεια, η παραγωγή προβλέψεων είναι μία σύνθετη διαδικασία, στην οποία το στοιχείο της τέχνης μάλλον υπερτερεί αυτού της επιστήμης.

Αυτό δε οφείλεται στο ότι οι οικονομικές συνθήκες, οι παραγόμενες ποσότητες και οι τιμές των αγαθών, υπηρεσιών και χρηματοοικονομικών προϊόντων, ... αποτελούν τη συνισταμένη των αποφάσεων πολλών εκατομμυρίων ανεξάρτητων οικονομικών παραγόντων (ατόμων, νοικοκυριών, επιχειρήσεων, κυβερνήσεων, κεντρικών τραπεζών...), των οποίων τις αποφάσεις κανείς δεν μπορεί να προβλέψει με ακρίβεια.

Επιπλέον, η οικονομία και οι χρηματαγορές επηρεάζονται από απρόβλεπτες διαταραχές και κρίσεις, όχι μόνον οικονομικής φύσεως. Ένα ακραίο, αλλά όχι ασυνήθιστο, παράδειγμα αφορά τους φόβους για την οικονομική ανάπτυξη από την πιθανολογούμενη πανδημία της «γρίπης των χοίρων», την άνοιξη του 2009.

Τέλος, η ποσοτικοποίηση των σχέσεων μεταξύ των χρηματοοικονομικών μεταβλητών, με χρήση στατιστικών τεχνικών, είναι μία ατελής επιστήμη. Για παράδειγμα, αναμένεται να αυξηθούν τα επιτόκια κατά 1%. Αν και όλοι προσδοκούν ότι θα επηρεάσει αρνητικά την οικονομία και τις αγορές, κανείς δεν μπορεί να προβλέψει πόσο ακριβώς θα επιβραδυνθεί ο ρυθμός οικονομικής αναπτύξεως, πόσο θα πέσουν οι τιμές των μετοχών...

Υπάρχει, όμως, και η θετική όψη του νομίσματος. Το γεγονός ότι δεν υπάρχουν καλές προβλέψεις συνεπάγεται ότι δεν είναι απόλυτα αναγκαίες: αφού κανείς δεν έχει το συγκριτικό πλεονέκτημα τέτοιων προβλέψεων, για να είναι επιτυχής κάποιος, αρκεί οι προβλέψεις του να είναι λιγότερο κακές από των υπολοίπων.

...αλλά δεν

#### Ένθετο 1.17. Κακές και Λιγότερο Κακές Προβλέψεις – «Το Μη Χείρον Βέλτιστον»

Φαντασθείτε ότι συμμετέχετε σε ένα τυχερό παιγνίδι στο οποίο κερδίζετε ένα ευρώ όταν προβλέπετε σωστά την κατεύθυνση μεταβολής της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου και πληρώνετε ένα ευρώ όταν προβλέπετε λάθος.

Οι προβλέψεις σας ήταν σε ποσοστό 51% σωστές και 49% λάθος. Το 51% ποσοστό επιτυχίας δεν είναι και κάτι το οποίο θα θεωρούσατε ως εξαιρετική επίδοση.

Και όμως! Για κάθε εκατό συμμετοχές θα έχετε κέρδος 2 ευρώ κατά μέσο όρο.

Ο 'Νόμος του Μέρφυ' για τις προβλέψεις…

..γιατί κανείς

πως ακριβώς

λειτουργούν η οικονομία και οι

...αλλά δεν αποτελεί ανυπέρβλητο πρόβλημα.

Συγκρίνετε αυτό το κέρδος με το αντίστοιχο ενός παίκτη ο οποίος έχει ποσοστό επιτυχίας 50%, οριακά χαμηλότερο από το δικό σας: είναι μηδενικό.

Στα θετικά, επίσης, συγκαταλέγεται το ότι και οι μη-ακριβείς προβλέψεις μπορεί να είναι χρήσιμες. Βλέπετε σχετικά το ένθετο 1.18.

#### Ένθετο 1.18. Ακριβείς ή Χρήσιμες Προβλέψεις;

Είναι οι ακριβέστερες προβλέψεις πάντοτε οι χρησιμότερες;

Μη βιαστείτε να απαντήσετε... Οι προφανείς απαντήσεις δεν είναι πάντοτε οι σωστές, όπως αποδεικνύει το απλό παράδειγμα που ακολουθεί.

Υποθέστε ότι έχετε €100.000 και θέλετε να τα μετατρέψετε σε δολάρια εντός ενός μηνός. Χάριν ευκολίας, χωρίς όμως θυσία της λογικής, υποθέστε ότι τα επιτόκια του δολαρίου και του ευρώ είναι μηδενικά, ενώ η παρούσα ισοτιμία είναι \$1 ανά ευρώ.

Εάν μετατρέψετε τα ευρώ με την παρούσα ισοτιμία σήμερα, θα πάρετε \$100.000 και, λόγω του μηδενικού επιτοκίου, θα έχετε \$100.000 σε ένα μήνα.

Επιδιώκοντας, όμως, την καλύτερη ισοτιμία μετατροπής, ζητάτε τις προβλέψεις δύο επαγγελματιών αναλυτών της αγοράς συναλλάγματος. Ο πρώτος προβλέπει ότι σε ένα μήνα η ισοτιμία θα είναι \$0.98 ανά ευρώ, ενώ ο δεύτερος \$1,10 ανά ευρώ.

Ουσιαστικά, ο πρώτος συνιστά να μετατρέψετε τα €100.000 σε δολάρια σήμερα, διότι σε ένα μήνα θα εισπράξετε \$98.000 (=100.000\*0,98), ενώ ο δεύτερος συνιστά να περιμένετε γιατί σε ένα μήνα θα εισπράξετε \$110.000 (=100.000\*1,10).

Περνά ο μήνας, και η ισοτιμία προκύπτει \$1,02 ανά ευρώ. Ο πρώτος αναλυτής είχε μικρότερο σε απόλυτο μέγεθος σφάλμα προβλέψεως από τον δεύτερο: \$0.04 (=1,02-0,98) έναντι \$0,08 (=1,10-1,02).

Εάν, όμως, είχατε ακολουθήσει τη σύστασή του, σε ένα μήνα θα είχατε \$100.000, ενώ εάν είχατε ακολουθήσει τη σύσταση του δεύτερου θα εισπράττατε \$102.000 (=100.000\*1,02).

Στην υπό εξέταση περίπτωση, η χρησιμότερη πρόβλεψη ήταν αυτή η οποία πρόβλεψε σωστά την κατεύθυνση μεταβολής: δηλαδή, την υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ.

Φυσικά, δεν αποκλείεται υπό διαφορετικές συνθήκες οι ακριβέστερες προβλέψεις να είναι οι χρησιμότερες, ανεξαρτήτως του αν προβλέπουν σωστά την κατεύθυνση μεταβολής.

Παρότι αυτό είναι εκ πρώτης όψεως αποθαρρυντικό, διότι δεν φαίνεται να υπάρχουν συγκεκριμένοι κανόνες—«τυφλοσούρτες», τους οποίους μπορείτε να ακολουθείτε, η πραγματικότητα δεν είναι τόσο άσχημη. Η λογική, σε συνδυασμό με τη γνώση των χρηματοοικονομικών προϊόντων, αποτελεί έναν αξιόπιστο οδηγό για να κρίνετε κατά περίσταση.

Κλείνοντας, η έλλειψη καλών προβλέψεων αποτελεί μία ακόμη υπενθύμιση ότι οι οικονομικοί παράγοντες πρέπει να μάθουν να ζουν με τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα των απρόβλεπτων χρηματοοικονομικών εξελίξεων.

# 1.3 Στόχοι και εκπαιδευτικά εργαλεία

#### Στόχοι

Στόχος του βιβλίου είναι το κτίσιμο ενός λειτουργικού πλαισίου για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, και μάλιστα αυτών οι οποίες αφορούν στο μακροοικονομικό περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιούνται οι επενδυτές, οι επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, οι εμπορικές τράπεζες, οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες, οι οικονομικοί παράγοντες εν γένει.

Ενός πλαισίου το οποίο θα παρέχει τη δυνατότητα ολοκληρωμένων και σφαιρικών αναλύσεων επί των οποίων οι οικονομικοί παράγοντες θα μπορούν να βασίζουν τις αποφάσεις τους: από τις συγκριτικά απλούστερες, όπως, πότε είναι καλή περίοδος αναζητήσεως νέας εργασίας, εάν είναι προτιμητέο το δάνειο σταθερού ή μεταβλητού επιτοκίου ή σε ξένο συνάλλαγμα, εάν και πότε ενδείκνυται η επένδυση σε ακίνητα, ... έως τις συνθετότερες, όπως το ενδεικνυόμενο μείγμα οικονομικής πολιτικής σε μία χώρα με μεγάλα οικονομικά και κοινωνικά προβλήματα.

Το συγκεκριμένο πλαίσιο αναφέρεται στη «μεγάλη εικόνα» της ταχύτατα μεταβαλλόμενης παγκόσμιας οικονομίας. Ως τέτοιο, θα βοηθά τον επιμελή αναγνώστη να εκτιμά

Λειτουργικό

...για τη λήψη καλύτερων αποφάσεων.

την πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής, αλλά και να βάζει τάξη σε αυτήν. Να κατανοεί τις τρέχουσες εξελίξεις, αλλά και να κάνει λογικές προβλέψεις για τις μελλοντικές. Να αναγνωρίζει τις σύνθετες αλληλεπιδράσεις των κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων –εγχώριες και διεθνείς— και την μακροοικονομία. Να κατανοεί ότι στην οικονομική ζωή δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις, ούτε καμία βεβαιότητα, όλες δε οι αποφάσεις ενέχουν κίνδυνο.

Για την επίτευξη του στόχου απαιτείται, ανάμεσα σε άλλα, η αναγνώριση των στόχων όλων των οικονομικών παραγόντων, των εργαλείων – μεταβλητών αποφάσεως που διαθέτουν και των περιορισμών που αντιμετωπίζουν στη χρήση των εργαλείων αυτών. Με αυτά, μπορεί να γίνουν λογικές προβλέψεις για τις αποφάσεις τους. Τα παραδείγματα στο ένθετο 1.19 το πιστοποιούν.

√Στόχοι √Εργαλεία √Περιορισμοί.

#### Ένθετο 1.19. Στόχοι, Εργαλεία, Περιορισμοί και Προβλέψεις

Παράδειγμα #1. Σε μία παρτίδα σκάκι, μία παίκτρια προσπαθεί να προβλέψει τις πιθανές κινήσεις του αντιπάλου της, γνωρίζοντας το *στόχο* του, να της πάρει το βασιλιά, τα *εργαλεία* του, τα εναπομείναντα πιόνια του, και τους *περιορισμούς* του, τον τρόπο με τον οποίο επιτρέπεται να μετακινεί κάθε πιόνι.

Εδώ και οι δύο παίκτες είναι ισχυροί: έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν τις εξελίξεις με τις πράξεις τους.

**Παράδειγμα #2.** Παρακολουθείτε τον αγώνα δύο ιστιοφόρων τα οποία ξεκίνησαν πριν από λίγες ώρες, το ένα από τον Πειραιά και το άλλο από τη Ρόδο, και διαγωνίζονται ποιο θα φθάσει πρώτο σε προκαθορισμένο σημείο στο μέσον της αποστάσεως.

Σε αυτό το παράδειγμα, οι πλοίαρχοι και τα πληρώματα των δύο σκαφών αποτελούν τους ισχυρούς παίκτες. Εν αντιθέσει με εσάς, τον παρατηρητή, έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν το αποτέλεσμα του αγώνα.

Με βάση τις πληροφορίες που έχετε για τους ανέμους, τα θαλάσσια ρεύματα, τις τεχνικές δυνατότητες των σκαφών και τις ικανότητες των πληρωμάτων τους, κάνετε μία λογική εκτίμηση για το πού πιθανόν να βρίσκονται αυτή τη στιγμή τα δύο σκάφη.

Εν συνεχεία, κάνετε μία λογική εκτίμηση για την πιθανή πορεία την οποία θα χαράξουν οι δύο πλοίαρχοι και την πιθανή ταχύτητα των σκαφών τους. Προς τούτο, λαμβάνετε υπ' όψιν το στόχο των πληρωμάτων να τερματίσουν πρώτοι, τα εργαλεία – σκάφη, καθώς και τους περιορισμούς στη χρήση των εργαλείων, δηλαδή, τις τεχνικές δυνατότητές των σκαφών και τις ικανότητες των πληρωμάτων, σε συνδυασμό με τις προβλεπόμενες καιρικές συνθήκες.

Συνδυάζοντας τα προηγούμενα, κάνετε μία λογική πρόβλεψη για το ποιο σκάφος θα τερματίσει πρώτο ...και στοιχηματίζετε...

Βεβαίως υπάρχει πάντοτε ο κίνδυνος, η πρόβλεψή σας να μην επαληθευθεί και να χάσετε το στοίχημα: είτε λόγω λάθους στην εκτίμηση της θέσεως των δύο σκαφών, ή των *στόχων*, των *εργαλείων* και των *περιορισμών*, είτε λόγω κάποιου απρόβλεπτου γεγονότος, όπως μία ξαφνική καταιγίδα.

Τι να γίνει, όμως; Οι επενδύσεις ενέχουν πάντα κίνδυνο...

# Εκπαιδευτικά εργαλεία

Οι στόχοι προσδιορίζουν τα εκπαιδευτικά εργαλεία του βιβλίου.

**ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΘΕΩΡΙΑΣ & ΠΡΑΞΕΩΣ.** Κατ' αρχήν, για τη δημιουργία του επιδιωκόμενου πλαισίου, το βιβλίο συνδυάζει τη θεωρία με την πράξη. Η μεν θεωρία συνίσταται στη λογική θεμελίωση όλων των συμπερασμάτων, η δε πράξη στη χρήση πολλών πραγματικών στοιχείων, καθώς και ιστοριών από το παρελθόν.

Οι λόγοι είναι αρκετοί. Στις χρηματοοικονομικές αναλύσεις, η λογική επισημαίνει πολλά πιθανά σενάρια, καθένα εκ των οποίων συνήθως συνεπάγεται διαφορετικές αποφάσεις των οικονομικών παραγόντων.

Οι αριθμοί όμως, είναι αυτοί οι οποίοι δίνουν μία αίσθηση για το πιθανότερο σενάριο, καθώς και για το πιθανό μέγεθος των εξελίξεων, συμβάλλοντας έτσι στη λήψη καλυτέρων αποφάσεων. Επιπλέον, βοηθούν να τίθενται στο σωστό πλαίσιο οι τρέχουσες εξελίξεις, αποφεύγοντας τον πανικό ή την υπέρμετρη ευφορία. Και τα δύο συνήθως οδηγούν σε βεβιασμένες αποφάσεις για τις οποίες το πιθανότερο είναι ότι θα μετανιώσουμε αργότερα.

Συνδυασμός θεωρίας και πράξης...

...λογική και αριθμοί. Ακόμη σημαντικότερο, οι αριθμοί βοηθούν στην εκτίμηση του πώς θα διαμορφωθεί ένας σημαντικότατος παράγων ο οποίος επηρεάζει την οικονομία και τις χρηματαγορές: οι προσδοκίες.

Ιστορίες από το παρελθόν..

...και κυρίως για κρίσεις. Τους αριθμούς συνεπικουρούν και οι ιστορίες από το παρελθόν (στα ένθετα). Η ιστορική εμπειρία βοηθά να τίθενται στο σωστό πλαίσιο οι τρέχουσες εξελίξεις, παρέχει ενδείξεις για την πιθανή αποτελεσματικότητα των μέτρων οικονομικής πολιτικής, αποτελεί οδηγό για την αντιμετώπιση δύσκολων οικονομικών προβλημάτων... Διδασκόμαστε από την εμπειρία του παρελθόντος, μαθαίνουμε από τα παθήματα των άλλων!

Ιδιαίτερα χρήσιμες είναι οι ιστορίες οι οποίες αναφέρονται σε κρίσεις. Όπως η μελέτη της παθολογίας βοηθά τους φοιτητές ιατρικής να κατανοήσουν πώς λειτουργεί ένας υγιής οργανισμός, η μελέτη των συγκεκριμένων ιστοριών βοηθά τους αναλυτές να κατανοήσουν πώς πρέπει να λειτουργεί μία υγιής οικονομία. Αυτή δε η κατανόηση βοηθά στην έγκαιρη αναγνώριση των εκκολαπτομένων προβλημάτων, πριν αυτά μεγεθυνθούν. Τότε, όταν θα είναι εμφανή σε όλους, θα είναι αργά: το κόστος αντιμετωπίσεώς τους θα είναι μεγάλο.

#### Ένθετο 1.20. Σταθμοί της Χρηματοοικονομικής Ιστορίας, 1900 – 2010

Στο παρόν ένθετο παρατίθενται επιγραμματικά μερικοί σημαντικοί σταθμοί της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ιστορίας. Γεγονότα τα οποία όχι μόνο σημάδεψαν την εποχή τους, αλλά επιπλέον είχαν, για δεκαετίες αργότερα, μεγάλη επίδραση στον τρόπο σκέψεως και τις αποφάσεις όλων των οικονομικών παραγόντων και μάλιστα των επιφορτισμένων με την άσκηση της οικονομικής πολιτικής.

Αποτελέσματα αστάθμητων παραγόντων τα περισσότερα, ευφυούς προγραμματισμού και αποτελεσματικής εφαρμογής τα λιγότερα, συνθέτουν την εικόνα ενός δυναμικού και απρόβλεπτου κόσμου, στον οποίο οι κίνδυνοι από τις μεγάλες μεταπτώσεις στην οικονομία και τις αγορές, συνυπάρχουν με μεγάλες ευκαιρίες.

Πολλά από αυτά τα γεγονότα αναλύονται στα ένθετα των υπολοίπων κεφαλαίων του βιβλίου.

#### 1914

Το ξέσπασμα του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου σηματοδοτεί την αρχή του τέλους για την πρώτη περίοδο παγκοσμιοποιήσεως.

Ένα από τα κύρια οικονομικά χαρακτηριστικά της ήταν ο 'Κανόνας του Χρυσού' (Gold Standard), το βασισμένο στον χρυσό σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ένα άλλο ήταν ο μικρός κρατικός παρεμβατισμός στην οικονομία και στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Μία από τις συνέπειές τους ήταν η μεγάλη μακροοικονομική αστάθεια, χαρακτηριζόμενη από έντονες αυξομειώσεις στις τιμές, τα εισοδήματα των εργαζομένων και την απασχόληση – αστάθεια η οποία είχε μεγάλο κόστος για τις ασθενέστερες κοινωνικές τάξεις.

Οι κύριοι λόγοι για την έλλειψη παρεμβατισμού ήταν

- α) η έλλειψη τεχνογνωσίας, καθώς η οικονομική επιστήμη δεν είχε αναπτυχθεί ακόμη,
- β) η αντικειμενική δυσκολία ασκήσεως οικονομικής πολιτικής σε περιβάλλον ελεύθερων αγορών και σταθερών ισοτιμιών δυσκολία η οποία υπάρχει και σήμερα, και
- γ) η μη-αποτελεσματική κοινωνική πίεση, καθώς το εργατικό κίνημα δεν είχε αναπτυχθεί ακόμη ούτε και τα εργατικά/σοσιαλιστικά κόμματα.

# Η ταραχώδης περίοδος του Μεσοπολέμου, 1919 – 1939

Χαρακτηρίστηκε από μεγάλη μακροοικονομική αστάθεια.

Στιγματίστηκε από τη μεγάλη παγκόσμια κρίση της δεκαετίας του 1930, η οποία καταγράφηκε στην ιστορία ως 'The Great Depression': βαθιά ύφεση και μαζικές πτωχεύσεις τραπεζών παγκοσμίως, καθώς και κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου εν μέσω ανταγωνιστικών υποτιμήσεων. Ο σχεδιασμός του, μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, διεθνούς νομισματικού συστήματος επηρεάστηκε πολύ από την εμπειρία της κρίσεως.

Ο υπερπληθωρισμός της Γερμανίας, την περίοδο Αυγούστου 1922 – Δεκεμβρίου 1923, οδή-γησε τη χώρα στο χείλος της οικονομικής και κοινωνικής καταστροφής. Ακόμη και σήμερα επηρεά-ζει τη συλλογική μνήμη της χώρας. Επίσης, αποτέλεσε, και συνεχίζει να αποτελεί, παράδειγμα ότι οι νικητές στα πεδία των μαχών χάνουν τη «μάχη της ειρήνης».

Στη δεκαετία του 1920, η Νέα Υόρκη πήρε τα πρωτεία από το Λονδίνο ως διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο. Οι αναπτυσσόμενες χώρες αντλούσαν κεφάλαια από το εξωτερικό για έργα υποδομής, εκδίδοντας διεθνή ομόλογα.

Οι μαζικές πτωχεύσεις και η αδυναμία αποπληρωμής των ομολόγων στη δεκαετία του 1930, όταν κατέρρευσε το διεθνές εμπόριο και η διεθνής οικονομία, απέκοψαν αυτές τις χώρες από τις διεθνείς χρηματαγορές για σχεδόν 40 χρόνια, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970.

#### Περίοδος 'Bretton Woods', τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου – αρχές της δεκαετίας 1970

Ήταν η περίοδος της μεταπολεμικής ανασυγκροτήσεως. Χαρακτηριστικά της ήταν το βασισμένο στο δολάριο σύστημα σταθερών ισοτιμιών, και ο μεγάλος κρατικός παρεμβατισμός στην οικονομία και το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Με τα σημερινά δεδομένα, το χρηματοοικονομικό σύστημα, σε όλες σχεδόν τις χώρες, θα χαρακτηριζόταν ως καταπιεσμένο.

Η μεγάλη ανάπτυξη των διεθνών χρηματαγορών στη δεκαετία του 1960 άρχισε να υπονομεύει την αποτελεσματικότητα του κρατικού παρεμβατισμού και να εντείνει τις εγγενείς αδυναμίες του διεθνούς νομισματικού συστήματος, προετοιμάζοντας το έδαφος για την εγκατάλειψη του συστήματος και την απελευθέρωση των αγορών στις επόμενες δύο δεκαετίες.

#### Δεκαετία του 1970

Στις αρχές της δεκαετίας, κατέρρευσε το μεταπολεμικό σύστημα σταθερών ισοτιμιών και αντικαταστάθηκε από σύστημα κυμαινομένων ισοτιμιών.

Ξεκινούν οι πρώτες προσπάθειες για την ευρωπαϊκή οικονομική και νομισματική ενοποίηση, με επίκεντρο τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το 1979 δημιουργείται το European Monetary System (EMS), με πυλώνες το European Currency Unit (ECU), τον πρόδρομο του ευρώ, και τον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (Exchange Rate Mechanism –ERM).

Αυξάνεται ο πληθωρισμός παγκοσμίως λόγω των δύο πετρελαϊκών κρίσεων και της ανόδου των τιμών άλλων πρώτων υλών. Εμφανίζεται ο στασιμοπληθωρισμός, ο συνδυασμός πληθωρισμό και υφέσεως.

Η αυξημένη μακροοικονομική αστάθεια συνέβαλε στη μεγάλη μεταβλητότητα των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αυτή 'εδωσε κίνητρο για την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών αγορών, στις οποίες διαπραγματεύονται προϊόντα για τη διαχείριση των σχετικών κινδύνων. Τέτοια προϊόντα είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως σε επιτόκια και νομίσματα.

Αναπτύσσονται οι διεθνείς χρηματαγορές. Η αυξημένη αβεβαιότητα, σε συνδυασμό με τον πακτωλό των «πετροδολαρίων», τα οποία οι χώρες-παραγωγοί πετρελαίου κατέθεταν στις μεγάλες διεθνείς τράπεζες, αύξησαν την προσφορά για διεθνείς χρηματοδοτήσεις.

Ακολούθησε και η ζήτηση. Οι αναπτυσσόμενες χώρες επιστρέφουν στις διεθνείς χρηματαγορές, από τις οποίες είχαν ουσιαστικά αποκοπεί λόγω των μαζικών πτωχεύσεων της δεκαετίας του 1930, στον απόηχο της μεγάλης κρίσεως: δανείζονται από τις διεθνείς τράπεζες οι οποίες ανακυκλώνουν τα «πετροδολάρια».

#### Δεκαετία του 1980

Μειώθηκε ο πληθωρισμός στον βιομηχανικό κόσμο στις αρχές της δεκαετίας, με μεγάλο κόστος σε όρους οικονομικής αναπτύξεως.

Η επιτυχία στη μάχη κατά του πληθωρισμού, και η διατήρηση στη συνέχεια του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, αύξησε το κύρος και τη δύναμη των κεντρικών τραπεζών – κύρος το οποίο διέβρωσε η αδυναμία τους να αποτρέψουν την κρίση του ενθέτου 1.3.

Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος ξεκίνησε στο ΗΒ και τις ΗΠΑ και σταδιακά επεκτάθηκε στις άλλες βιομηχανικές χώρες και στον υπόλοιπο κόσμο.

Όπως και ο διεθνής δανεισμός των αναπτυσσόμενων χωρών της δεκαετίας του 1920 κατέληξε σε μαζικές πτωχεύεις στη δεκαετία του 1930, ο διεθνής δανεισμός της δεκαετίας του 1970 κατέληξε σε μαζικές πτωχεύσεις –κυρίως των χωρών της Λατινικής Αμερικής— στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η κρίση του εξωτερικού χρέους, η οποία κατεγράφη στη χρηματοοικονομική ιστορία ως 'Debt Crisis', απείλησε με κατάρρευση τις μεγάλες διεθνείς τράπεζες.

Εμφανίζονται τα μεγάλα και διαρκή ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, ενώ οι ισοτιμίες των νομισμάτων των κυρίων βιομηχανικών χωρών παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις.

#### Δεκαετία του 1990

Η φιλελεύθερη φιλοσοφία για την οικονομική πολιτική κυριαρχεί. Αρχίζει η δεύτερη περίοδος παγκοσμιοποιήσεως, περίπου έναν αιώνα μετά την πρώτη.

Η 'Κρίση της στερλίνας', τον Σεπτέμβριο 1992, οδήγησε στην έξοδό της από τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Επιτάχυνε, όμως, τη διαδικασία νομισματικής ενοποιήσεως στην Ευρώπη, με κατάληξη την Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και την εισαγωγή του κοινού νομίσματος, του ευρώ, στο τέλος της δεκαετίας.

Το σπάσιμο της δίδυμης φούσκας στο χρηματιστήριο και την αγορά γης της Ιαπωνίας προκάλεσε παρατεταμένη τραπεζική κρίση, υπερ-δεκαετή ύφεση και αρνητικό πληθωρισμό. Η Ιαπωνία

μετετράπη από παράδειγμα-προς-μίμηση σε παράδειγμα-προς-αποφυγή, ενώ το φάντασμα του αντιπληθωρισμού επέστρεψε στις βιομηχανικές χώρες 60 χρόνια μετά τη μεγάλη κρίση της δεκαετίας του 1930.

Η επιστροφή των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες χώρες, 'Αναδυόμενες αγορές' με την τότε ορολογία, συνοδεύθηκε από πολλές συναλλαγματικές και τραπεζικές κρίσεις. Η ιστορία επαναλαμβάνεται!

Υπήρξε μεγάλη άνθηση των χρηματιστηρίων παγκοσμίως, στο δεύτερο μισό της δεκαετίας.

#### Δεκαετία του 2000

Η μακροοικονομική αστάθεια επανεμφανίζεται στις βιομηχανικές χώρες. Η μείωση των επιτοκίων σε Ευρώπη και ΗΠΑ, στην προσπάθεια αποτροπής της υφέσεως και του αρνητικού πληθωρισμού όταν έσπασε η παγκόσμια χρηματιστηριακή 'φούσκα' στις αρχές της δεκαετίας, δημιούργησε τις συνθήκες από τις οποίες προήλθε η κρίση του ενθέτου 1.3.

Η εν λόγω κρίση λειτούργησε ως καταλύτης για μεγαλύτερο παρεμβατισμό στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Το θεσμικό εκκρεμές άλλαξε κατεύθυνση, από τον άκρατο φιλελευθερισμό προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό. Την προηγούμενη φορά που άλλαξε κατεύθυνση, στα τέλη της δεκαετίας του 1970 – αρχές δεκαετίας του 1980, ήταν προς την αντίθετη κατεύθυνση: από τον άκρατο κρατισμό σε άκρατο φιλελευθερισμό.

Η ιστορία επαναλαμβάνεται – και για το θεσμικό πλαίσιο! Είχε κινηθεί από τον άκρατο φιλελευθερισμό, της πρώτης περιόδου παγκοσμιοποιήσεως, προς μεγαλύτερο κρατικό παρεμβατισμό – άκρατο κρατισμό, στον απόηχο της κρίσεως της δεκαετίας του 1930.

Μία άλλη ένδειξη ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται είναι η μειωμένη δυνατότητα των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών να επηρεάζουν την εγχώρια οικονομία και τις εγχώριες αγορές. Οι συνθήκες άρχισαν να θυμίζουν την περίοδο πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο.

Η αδυναμία της Ελλάδος να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της, στο πρώτο εξάμηνο του 2010, δημιούργησε φόβους για κατάρρευση της ΟΝΕ.

**ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΥΡΥΤΑΤΟΥ ΦΑΣΜΑΤΟΣ ΘΕΜΑΤΩΝ.** Ένα δεύτερο εργαλείο είναι η σύνθεση ενός ευρύτατου φάσματος θεμάτων, τα οποία συνήθως καλύπτονται σε περισσότερα του ενός μαθήματα, όπως Μακροοικονομική, Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Χρήμα και Τράπεζες, Διεθνείς Χρηματαγορές, Οικονομική Ιστορία, καθώς και σε εξειδικευμένα μαθήματα.

Ξεκινώντας από τις πλέον βασικές έννοιες και μεγέθη, όπως το ακαθάριστο εθνικό προϊόν και ο πληθωρισμός, το βιβλίο προοδευτικά αναλύει συνθετότερα θέματα, όπως το ρόλο των προσδοκιών, τη δυνητικά αποσταθεροποιητική δυναμική του αρνητικού πληθωρισμού, τους ενδογενείς πιστωτικούς κύκλους, τα σχετικά με τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια διλήμματα, τις τραπεζικές και συναλλαγματικές κρίσεις, τις αλληλεπιδράσεις του θεσμικού πλαισίου με τις αγορές ...

Πρόκειται για θέματα τα οποία είναι απαραίτητα για την κατανόηση του πολύπλοκου και ταχύτατα μεταβαλλόμενου κόσμου, στον οποίο ζούμε. Παρά ταύτα, δεν καλύπτονται επαρκώς σε βιβλία προσιτά στο ευρύ και μη έχον εξειδικευμένες γνώσεις, κοινό.

Στην παρουσίασή τους, η λογική έχει πρωτεύοντα ρόλο: η εξήγηση με απλά λόγια, τα οποία μπορεί να καταλάβει οποιοσδήποτε λογικός άνθρωπος, ακόμη και αν δεν έχει εξειδικευμένες γνώσεις.

Ως συνέπεια, τα θεωρητικά υποδείγματα παραμένουν στο παρασκήνιο. Το ίδιο και οι διάφορες σχολές οικονομικής σκέψεως.

Η έμφαση στη λογική αντανακλά το ότι οι χρηματοοικονομικές αναλύσεις είναι, ή τουλάχιστον οφείλουν να είναι, προϊόντα ορθολογικής σκέψεως και όχι μαγείας βουντού ή θείας επιφοιτήσεως. Ίσως αυτό να μην είναι προφανές από την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, την οποία καθιστούν απρόσιτη στο ευρύ κοινό η πληθώρα των χρησιμοποιούμενων θεωρητικών υποδειγμάτων και τα δύσκολα μαθηματικά, με τα οποία οι ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι προσπαθούν να εξηγήσουν τη λειτουργία του κόσμου.

# Σύνθεση ευρύτατου φάσματος θεμάτων, βασικών και εξειδικευμένων...

...από πολλές γνωστικές ενότητες...

# Η λογική στο προσκήνιο... ...οι θεωρίες στο παρασκή-

# Ένθετο 1.21. 'Tell-Our-Mom Test' – Ένα Δύσκολο Test για Αναλυτές

Τη σημασία της λογικής αναδεικνύει η συμβουλή του κ. David Backus, ενός εκ των καθηγητών μου στο διδακτορικό πρόγραμμα.

Ο κ. Backus συμβούλευε ότι όλες οι αναλύσεις μας έπρεπε να περνούν ένα αυστηρό test: το 'tell-our-mom test'.

Κατά κανόνα, η μητέρα μας, όπως και ο πατέρας μας, και οι λοιποί φίλοι, γνωστοί και συγγενείς, δεν γνωρίζουν χρηματοοικονομικά.

Εάν δεν καταλαβαίνουν τις αναλύσεις μας, μάλλον δεν θα οφείλεται σε αυτή τη γνωστική αδυναμία τους. Κατά πάσα πιθανότητα θα οφείλεται σε έναν από τους δύο επόμενους λόγους, ή κάποιο συνδυασμό τους: ή δεν το λέμε καλά ή δεν αξίζει τον κόπο να ειπωθεί.

Την ίδια εκτίμηση θα έχουν και όσοι μας πληρώνουν για τις αναλύσεις μας.

**ΑΠΛΑ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΑ.** Άλλα εκπαιδευτικά εργαλεία είναι η απλή άλγεβρα, η απλή γεωμετρία και πολλές εφαρμογές με αριθμητικά παραδείγματα.

Εξ αυτών, η άλγεβρα και η γεωμετρία βοηθούν στην οργάνωση της σκέψεως. Έτσι μειώνεται η πιθανότητα παραλείψεως κάποιας σημαντικής μεταβλητής, γεγονός το οποίο θα καθιστούσε τις αναλύσεις μη αξιόπιστες. Μη αξιόπιστες αναλύσεις σημαίνει ότι οι επ' αυτών βασιζόμενες αποφάσεις δεν θα είναι οι καλύτερες, με κόστος τη μικρότερη ωφέλεια – κερδοφορία ή, ακόμη χειρότερα, οικονομική ζημία.

Και οι δύο, άλγεβρα και γεωμετρία, οδηγούν στα ίδια συμπεράσματα. Η άλγεβρα είναι ταχύτερη, ενώ η γεωμετρία είναι αποτελεσματικότερη στη μετάδοση της λογικής.

Τέλος, τα αριθμητικά παραδείγματα βοηθούν στην εξήγηση φαινομενικά πολύπλοκων εννοιών και καταστάσεων. Και είναι πολύ αποτελεσματικά σε αυτό.

«ΧΑΡΤΙ & ΜΟΛΥΒΙ». Το σημαντικότερα, όμως, εκπαιδευτικά εργαλεία είναι στα χέρια των αναγνωστών: σκέψη, εξάσκηση και διδαχή από «λάθη», τόσο στο στάδιο της μελέτης του βιβλίου, όσο και στο στάδιο της εφαρμογής. Χωρίς αυτά, μικρή αποτελεσματικότητα θα έχουν τα εργαλεία τα οποία προσφέρει το βιβλίο.

Στο στάδιο της μελέτης, η σκέψη και η εξάσκηση απαιτούν «χαρτί και μολύβι». Ο αποτελεσματικότερος, αν όχι ο μοναδικός, τρόπος για την κατανόηση των εξεταζόμενων θεμάτων, είναι η αναπαραγωγή των σεναρίων και διαταραχών που αναλύονται στο κυρίως κείμενο, στα αριθμητικά παραδείγματα και τα ένθετα, καθώς και η επίλυση των ασκήσεων στο τέλος κάθε κεφαλαίου. Οι περισσότερες από τις ασκήσεις είναι εμπνευσμένες από πραγματικές καταστάσεις και άρθρα του χρηματοοικονομικού τύπου.

Η εμπειρία δείχνει ότι, όσο χρόνο και αν αφιερώσει κανείς στη μελέτη βιβλίων και στην παρακολούθηση διαλέξεων, ακόμη και από τους κορυφαίους ακαδημαϊκούς διδασκάλους, χωρίς «χαρτί και μολύβι» πολύ δύσκολα θα κατανοήσει πως μπορούν τα εξεταζόμενα θέματα να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά για τις αναλύσεις του. Υπάρχουν τόσα λεπτά σημεία, προϊόντα της πολυπλοκότητας της οικονομικής ζωής, ώστε είναι πολύ εύκολο να χαθεί κανείς στις λεπτομέρειες και να χάσει τελικά τη «μεγάλη εικόνα».

Την ανάγκη χρήσεως «χαρτιού και μολυβιού» αναδεικνύει μία παρομοίωση. Όσα μαθήματα καλής οδηγήσεως και αν παρακολουθήσει κανείς, και όσα σχετικά βιβλία και αν διαβάσει, δεν θα γίνει ποτέ καλός οδηγός. Για να γίνει καλός οδηγός χρειάζεται εξάσκηση, να πιάσει το τιμόνι στα χέρια του και να οδηγήσει. Διαφορετικά, το αυτοκίνητο θα του είναι άχρηστο και, πιθανόν, επικίνδυνο.

Στο στάδιο της εφαρμογής, η σκέψη και η εξάσκηση πρέπει να συνδυάζονται με τη διδαχή από τα «λάθη». Όταν οι εξελίξεις δεν συμβαδίζουν με τις προβλέψεις, ο αναλυτής θα πρέπει να εξετάζει εάν αυτό οφείλεται σε απρόβλεπτους παράγοντες, κάτι αναπόφευκτο, ή στο ότι παρέβλεψε στις αναλύσεις του κάποια σημαντική μεταβλητή, κάτι το οποίο θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί. Στην πρώτη περίπτωση, δεν μπορεί να κάνει κάτι: είναι συνέπεια της πολυπλοκότητας της οικονομικής ζωής. Γι' αυτό και η λέξη «λάθη» τίθεται σε εισαγωγικά. Στη δεύτερη περίπτωση, θα πρέπει να το γνωρίζει, ώστε να μην επαναλάβει το ίδιο λάθος στο μέλλον. Τα λάθη κοστίζουν!

Διαδικτγο και Χρηματοοικονομικός τύπος, δύο ευρέως διαθέσιμες πηγές δεδομένων και πληροφοριών, βοηθούν στην εφαρμογή των αναλυτικών εργαλείων του βιβλίου, αλλά και στην εμβάθυνση σε εξειδικευμένα θέματα του ενδιαφέροντος των αναγνωστών.

Απλή άλγεβρα, απλή γεωμετοία

Αριθμητικά παραδείγματα.

Σκέψη, εξάσκηση, διδαχή από «λάθη», «χαρτί και μολύβι»...

διαδίκτυο και χρηματοοικονομικός τύπος.

# 1.4 Προσέγγιση του βιβλίου

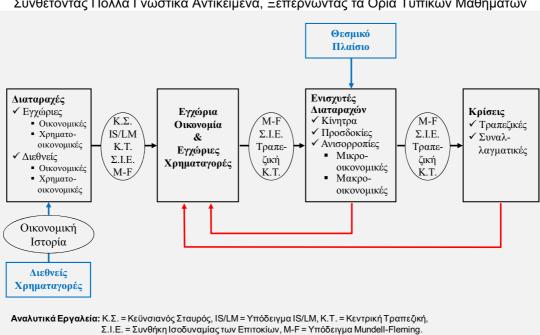
#### Πλαίσιο αναλύσεων

Το βιβλίο έχει εκλεκτική προσέγγιση: αναλύει ένα ευρύτατο φάσμα θεμάτων, σε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο το οποίο αναδεικνύει τις στρατηγικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των οικονομικών παραγόντων – από τις πλέον εμφανείς έως τις πλέον λεπτές και σύνθετες.

Την ανάγκη για ένα τέτοιο πλαίσιο έφερε επιτακτικά στο προσκήνιο η κρίση του ενθέτου 1.3. Αναγνωρίζοντάς την, κορυφαίοι ακαδημαϊκοί έχουν αρχίσει να αναθεωρούν τα διδακτικά εγχειρίδιά τους. Το ανά χείρας βιβλίο, το οποίο άρχισε να γράφεται πολύ πριν από το ξέσπασμα της κρίσεως, πηγαίνει σε πολύ μεγαλύτερο βάθος.

Το εν λόγω πλαίσιο παρουσιάζεται στο σχήμα 1.2.

Σχήμα 1.2. Πλαίσιο των Χρηματοοικονομικών Αναλύσεων Συνθέτοντας Πολλά Γνωστικά Αντικείμενα, Ξεπερνώντας τα Όρια Τυπικών Μαθημάτων



Δομικα Στοιχεια: Ένδειξη της πληθώρας των αναλυομένων θεμάτων.

ΕΝΙΣΧΥΤΕΣ: Δυσανάλογα αποτελέσματα από συνήθεις ΛΙΑΤΑΡΑΧΕΣ Οι Διαταράχες, Εγχώρια Οικονομία & Εγχώριες Χρηματαγόρες, Ενιέχυτες Διαταράχων και Κρίσεις αποτελούν τα δομικά στοιχεία. Ευρίσκονται σε μαύρο πλαίσιο. Σε μπλε πλαίσιο είναι οι επιπλέον επιδράσεις από τις Διέθνεις Χρηματαγόρες και το Θεσμικό Πλαίσιο. Στις ελλείψεις αναφέρονται τα κύρια αναλυτικά εργαλεία και υποδείγματα. Τα κόκκινα βέλη παρουσιάζουν τους μηχανισμούς αναδράσεως.

Εν συντομία, μπορεί κανείς να αναλύσει τις επιπτώσεις στην εγχώρια οικονομία και χρηματαγορές (2° δομικό στοιχείο), από εγχώριες και διεθνείς διαταραχές (1° δομικό στοιχείο), χρησιμοποιώντας τον 'Κεϋνσιανό Σταυρό', το υπόδειγμα IS/LM, στοιχεία της κεντρικής τραπεζικής, τη Συνθήκη Ισοδυναμίας των Επιτοκίων και το υπόδειγμα Mundell-Fleming.

Τα αποτελέσματα των διαταραχών μεγεθύνουν πολλοί ενισχυτές (3° δομικό στοιχείο), όπως τα κίνητρα και οι προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων, και οι οικονομικές ανισορροπίες —μικροοικονομικές και μακροοικονομικές. Πιθανό αποτέλεσμα των ενισχυτών είναι οι κρίσεις, τραπεζικές και συναλλαγματικές, το 4° δομικό στοιχείο.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> "Economics Textbooks: Revise and Resubmit – The crisis is changing how macroeconomics is taught" <u>The Economist</u>, 31 Μαρτίου 2010. Βλέπετε, επίσης και το εισαγωγικό κείμενο του κεφαλαίου.

Σχετικά με τις ανισορροπίες, συχνή αναφορά γίνεται στην υπερχρέωση νοικοκυριών, επιχειρήσεων, κυβερνήσεων και χωρών, στα μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στις 'φούσκες' στα χρηματιστήρια και την αγορά ακινήτων, στην υπερβολική έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

...ενίοτε καταλήγοντα σε ΚΡιΣΕΙΣ.

Η ιστορία διδάσκει ότι, όταν υπάρχουν τέτοιες ανισορροπίες, η κρίση είναι αναπόφευκτη. Δημιουργείται τέτοια δυναμική, στην οποία πρωτεύοντα ρόλο παίζουν οι προσδοκίες και οι πράξεις των διεθνών επενδυτών, ώστε η μόνη αβεβαιότητα αφορά τον χρόνο εκδηλώσεως και το μέγεθος της κρίσεως. Το ότι θα συμβεί είναι μάλλον σίγουρο.

Την ισχύ και τον τρόπο λειτουργίας των ενισχυτών διαταραχών επηρεάζει το θεσμικό πλαίσιο. Γίνεται επιλεκτική αναφορά σε στοιχεία του θεσμικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού συστήματος και του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Επιπλέον, το θεσμικό πλαίσιο αλληλεπιδρά με τις διεθνείς χρηματαγορές. Συνήθως, οι μεταβολές του θεσμικού πλαισίου επηρεάζουν τις διεθνείς χρηματαγορές. Μάλιστα με τρόπο τον οποίο δεν μπορεί να προβλέψουν οι ορίζουσες το θεσμικό πλαίσιο Αρχές. Ούτε και κανείς άλλος. Μερικές φορές, όμως, η επίδραση είναι προς την αντίθετη κατεύθυνση: οι διεθνείς χρηματαγορές επηρεάζουν το θεσμικό πλαίσιο.

#### Σύντομη περιγραφή

Το βιβλίο αποτελείται από είκοσι κεφάλαια, χωρισμένα σε πέντε μέρη. Σε όλα τα κεφάλαια, η λογική θεμελίωση ξεκινά από το μηδέν, χωρίς να προϋποθέτει προηγούμενη γνώση των οριζομένων μεγεθών, και προοδευτικά φθάνει σε προχωρημένα θέματα.

Μάλιστα, προϊόντος του χρόνου, η εστίαση μετατοπίζεται από τον ορισμό των κύριων μεταβλητών, στα πραγματικά δεδομένα, στις αναλυτικές τεχνικές και, τέλος, στις αναλύσεις πραγματικών καταστάσεων. Από τα απλά στα σύνθετα.

ΜΕΡΟΣ Α΄ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΈΝΝΟΙΕΣ. Στα κεφάλαια 2-6 ορίζονται βασικά μεγέθη, όπως το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν και οι συνιστώσες του, το ισοζύγιο πληρωμών και οι συνιστώσες του, ο πληθωρισμός και οι οικονομικοί κύκλοι. Η λογική θεμελίωση συνδυάζεται με την ανάλυση πολλών ιστορικών στοιχείων.

Την αναλυση πολλων ιστορικών στοιχείων. Ακόμη και σε αυτό το εισαγωγικό μέρος του βιβλίου, ο συνδυασμός της λογικής θεμελιώσεως με πραγματικά στοιχεία αναμένεται να οξύνει την κριτική ικανότητα των αναγνωστών. Δεν θα παρασύρονται από υπεραισιόδοξες ή υπερβολικά απαισιόδοξες αναλύσεις τρίτων, θα κρίνουν ψύχραιμα με βάση τη λογική τους και τα υπάρχοντα στοιχεία και θα αποφεύγουν βεβιασμένες αποφάσεις για τις οποίες το πιθανότερο είναι ότι θα μετανοήσουν στο μέλλον.

Από τα προχωρημένα θέματα ξεχωρίζουν το ισοζύγιο πληρωμών και οι συνιστώσες του, ήτοι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, στο κεφάλαιο 2. Στόχος είναι να αναδειχθούν οι περιορισμοί στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής, αλλά και οι γενικότερες συνέπειες των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και να αρχίσει η εξοικείωση των αναγνωστών με το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Κίνητρο για την σχετικά πρώιμη εισαγωγή αυτών των θεμάτων αποτελούν δύο διαπιστώσεις. Πρώτον, το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, το οποίο σχετίζεται με τις διασυνοριακές κινήσεις των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων, αποτελεί το ισχυρότερο κανάλι, μέσω του οποίου η διεθνής οικονομία και οι διεθνείς χρηματαγορές επηρεάζουν την εγχώρια οικονομία και τις εγχώριες χρηματαγορές. Δεύτερον, στον κόσμο τον οποίο ζούμε, με ελεύθερη διασυνοριακή κίνηση αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων, δεν έχει νόημα να μιλά κανείς για κλειστές οικονομίες: οι αναλύσεις του θα είναι έωλες, εάν παραλείπει τον ρόλο της διεθνούς οικονομίας και των διεθνών χρηματαγορών.

Ένα άλλο προχωρημένο θέμα είναι ο ρόλος της αξιοπιστίας, των προσδοκιών, του θεσμικού πλαισίου και της στρατηγικής συμπεριφοράς όλων των οικονομικών παραγόντων, ιδιαίτερα στα κεφάλαια 3 – 5. Από αυτό προκύπτει, ανάμεσα σε άλλα, ότι δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο. Επιπλέον, οποιαδήποτε μεταβολή

Εισαγωγή βασικών μεγεθών...

έμφαση στους εξωτερικούς λογαριασμούς μίας χώρας...

...και στον ρόλο των κινήτρων και του θεσμικού πλαισίου. του θα έχει πολλές απρόβλεπτες παρενέργειες καθώς οι οικονομικοί παράγοντες θα προσπαθούν να μειώσουν το κόστος το οποίο τους προκαλούν οι νέοι κανονισμοί.

Στη συνέχεια, η συζήτηση για το κόστος του πληθωρισμού, του υπερπληθωρισμού και του αντιπληθωρισμού (=αρνητικού πληθωρισμού), στο κεφάλαιο 5, και τους οικονομικούς κύκλους, στο κεφάλαιο 6, αναδεικνύει την πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής και την εκ των πραγμάτων αδυναμία οποιουδήποτε θεωρητικού υποδείγματος να την περιγράψει επαρκώς – εξ ου και η επιλεκτική προσέγγιση του ανά χείρας βιβλίου.

ΜΕΡΟΣ Β΄ – ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΩΝ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΩΝ. Το επόμενα τέσσερα κεφάλαια ταιριάζουν σε προχωρημένο μάθημα μακροοικονομικής, αν και η αρθρωτή διάρθρωση του βιβλίου τα καθιστά κατάλληλα ακόμη και για εισαγωγικό μάθημα. Τα κύρια οχήματα για την ανάλυση των βραχυχρονίων διακυμάνσεων είναι ο 'Κεϋνσιανός Σταυρός', στο κεφάλαιο 8, και το διαχρονικό υπόδειγμα IS/LM, στα κεφάλαια 9 και 10.

Για να αναδειχθεί ότι τα πάντα βασίζονται στη λογική, και, ως εκ τούτου, στις αναλύσεις τους οι οικονομικοί παράγοντες θα πρέπει να χρησιμοποιούν την κρίση τους, η σχετική συζήτηση ξεκινά στο κεφάλαιο 7 με τη λογική θεμελίωση των υποδειγμάτων: τον προσδιορισμό των κυρίων μεταβλητών οι οποίες επηρεάζουν τις αποφάσεις των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των κυβερνήσεων.

Επειδή η ανάλυση στο κεφάλαιο 7 πηγαίνει σε πολύ μεγαλύτερο βάθος από ό,τι σε τυπικά βιβλία μακροοικονομικής, το υπόδειγμα IS/LM το οποίο κτίζεται απέχει πολύ από το σύνηθες. Ένα αποτέλεσμα είναι ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάλυση ακόμη και πολύ εξειδικευμένων, πλην όμως, σημαντικών, θεμάτων. Και το σημαντικότερο: χωρίς να χρειάζεται η χρήση πολύπλοκων μαθηματικών υποδειγμάτων. Η λογική, επικουρούμενη από απλή άλγεβρα και γεωμετρία, αρκεί.

Συγκεκριμένα, δίνεται μεγάλη έμφαση στο ρόλο των προσδοκιών και των χρηματαγορών, καθώς και στους περιορισμούς στην άσκηση της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής. Αναλύονται, επίσης, εξειδικευμένα θέματα, όπως, το σύνδρομο των υπεραισιοδόξων προσδοκιών και η αποσταθεροποιητική δυναμική των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και του δημοσίου χρέους.

Αυτά τα θέματα προετοιμάζουν το έδαφος για συζήτηση σε μεταγενέστερα κεφάλαια άλλων θεμάτων αιχμής τα οποία είναι απαραίτητα για την κατανόηση της λειτουργίας των συγχρόνων οικονομιών. Ανάμεσά τους ξεχωρίζουν οι ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι, οι 'φούσκες' στις αγορές αξιογράφων και ακινήτων, ο ρόλος των τιμών των αξιογράφων στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η δυναμική και οι επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών κρίσεων, στο κεφάλαιο 12, καθώς και η χρηματοοικονομική μόλυνση (contagion) και οι επιπτώσεις της, στα κεφάλαια 14 – 18.

**ΜΕΡΟΣ Γ΄ – ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.** Συνεχίζοντας την προσέγγιση των προηγουμένων κεφαλαίων, τα κεφάλαια 11 και 12 πηγαίνουν πέρα από τα εσκαμμένα αναφορικά με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Η ανάλυση των αποφάσεων των εμπορικών τραπεζών αναδεικνύει όχι μόνο το ρόλο τους στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία, αλλά και το ευάλωτό τους στην απώλεια εμπιστοσύνης από τους καταθέτες, τους δανειζομένους και τους επενδυτές. Αναδεικνύει, εν ολίγοις, ότι οι σύγχρονες οικονομίες είναι επιρρεπείς σε κρίσεις. Και εξηγεί γιατί η πρώτη προτεραιότητα των κεντρικών τραπεζών είναι η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Άλλα σημαντικά θέματα είναι οι ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι και οι επιπτώσεις τους στην πραγματική οικονομία, καθώς επίσης και οι περιορισμοί στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τις χρηματαγορές και τις υπάρχουσες ανισορροπίες — μακροοικονομικές και μικροοικονομικές. Θέματα τα οποία αναδεικνύουν το σύνθετο των αλληλεπιδράσεων των κυβερνήσεων, κεντρικών τραπεζών και χρηματαγορών.

ΜΕΡΟΣ Δ΄ – ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ. Τα κεφάλαια 13 – 18 ολοκληρώνουν τη συζήτηση περί των βραχυχρονίων διακυμάνσεων, φέρνοντας στο προσκήνιο τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια.

Αναδεικνύεται ο ρόλος των προσδοκιών και των χρηματαγορών.

Η ανάλυση της νομισματικής πολιτικής φέρνει στο προσκήνιο τις συνθήκες οι οποίες οδηγούν σε κρίσεις.

Προς τούτο, συνδυάζουν το εκτεταμένο υπόδειγμα IS/LM των κεφαλαίων 9 και 10 με την ενδελεχή ανάλυση του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών (κεφάλαιο 14), για να κτίσουν μία πολύ παραγωγική και ευέλικτη εκδοχή του υποδείγματος Μundell-Fleming (κεφάλαιο 15). Αυτή η εκδοχή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάλυση σεναρίων και διαταραχών σε μία παγκοσμιοποιημένη οικονομία, όπου οι διεθνείς χρηματαγορές όχι μόνον έχουν σημαντικό ρόλο, αλλά μπορούν και να υπονομεύσουν οποιαδήποτε οικονομική πολιτική —όσο καλά σχεδιασμένη και αν είναι.

Αναλυτικότερα, το κεφάλαιο 13 εισάγει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ονομαστικές και πραγματικές. Αποτελεί μία πρώτη ένδειξη του σημαντικού ρόλου των ισοτιμιών ως σταθεροποιητικών μηγανισμών, οι οποίοι μετριάζουν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Για την ανάλυση του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών χρησιμοποιούνται έννοιες και αναλυτικά εργαλεία από μαθήματα χρηματοοικονομικής και διεθνών επενδύσεων. Και δεν θα μπορούσε να γίνει διαφορετικά, καθότι οι αποφάσεις των διεθνών επενδυτών προσδιορίζουν τις διασυνοριακές κινήσεις των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων και, μέσω αυτών, το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Η επενδυτική λογική στην υπηρεσία των μακροοικονομικών αναλύσεων!

Η πληθώρα των μεταβλητών οι οποίες επηρεάζουν το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, από τις πλέον εμφανείς έως τις πλέον «εξωτικές», αναλύεται συγκροτημένα με όχημα τη Συνθήκη Ισοδυναμίας των Επιτοκίων (ΣΙΕ). Η ΣΙΕ είναι ένα εξαιρετικό αναλυτικό εργαλείο το οποίο μπορεί να εξηγήσει και τα εκ πρώτης όψεως παράδοξα φαινόμενα, όπως οι αυτο-επιβεβαιούμενες προσδοκίες υποτιμήσεως, η χρηματοοικονομική μόλυνση (contagion), τα πολλαπλά κανάλια επιδράσεως των διεθνών χρηματαγορών και των ανισορροπιών – μικροοικονομικών και μακροοικονομικών.

Στα κεφάλαια 15 – 18 αναλύονται με το υπόδειγμα Mundell-Fleming πλείστα όσα θέματα, τα οποία άπτονται της οικονομικής πολιτικής και των διεθνών επενδύσεων. Τεκμηριώνεται ότι το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι το ισχυρότερο κανάλι, μέσω του οποίου η διεθνής οικονομία και οι διεθνείς χρηματαγορές επηρεάζουν την εγχώρια οικονομία και χρηματαγορές. Αναδεικνύεται περισσότερο ο ρόλος των προσδοκιών, της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, του θεσμικού πλαισίου και των γενικότερων οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών συνθηκών σε μία χώρα και παγκοσμίως. Τονίζεται η σχετική αδυναμία των κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών έναντι των διεθνών χρηματαγορών, και η ευκολία με την οποία οι οικονομικοί παράγοντες μπορούν να παρακάμψουν τους περιορισμούς από το θεσμικό πλαίσιο.

.και του διεθνούς νομισματικού

διεθνών χρημα-

Αναδεικνύεται, επίσης, η αποσταθεροποιητική δυναμική η οποία μπορεί να δημιουργηθεί, όταν συντρέχουν οι κατάλληλες συνθήκες. Επιστέγασμα της συζητήσεως αποτελεί η ανάλυση των υποδειγμάτων συναλλαγματικών κρίσεων, χωρίς τη χρήση των προχωρημένων μαθηματικών, τα οποία χρησιμοποιούνται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία.

> Ανάλυση διακυμάνσεων.

ΜΕΡΟΣ Ε΄ – ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ. Το κεφάλαιο 19 καλύπτει εν τάχει θέματα σχετιζόμενα με την μακροχρόνια ανάπτυξη. Παρότι από επενδυτικής σκοπιάς ίσως είναι το λιγότερο ενδιαφέρον κεφάλαιο του βιβλίου, από ανθρώπινης πλευράς είναι το πλέον ενδιαφέρον: αναφέρεται σε θέματα, όπως, η παραγωγικότητα, η απασχόληση, η μακροχρόνια ανάπτυξη και το βιοτικό επίπεδο των εργαζομένων.

Το κεφάλαιο 19 δίνει, επίσης, μία αίσθηση της δύσκολης επιλογής την οποία πρέπει να κάνει μία κοινωνία αναφορικά με το θεσμικό πλαίσιο της Αγοράς Εργασίας. Ένα περιοριστικό πλαίσιο, όπως των περισσοτέρων ευρωπαϊκών χωρών, προστατεύει τους εργαζομένους, και δη όταν χρειάζονται περισσότερο αυτή την προστασία: σε περιόδους υφέσεως ή κρίσεως, όταν οι επιχειρήσεις, στην προσπάθειά τους να συμπιέσουν το κόστος, θα ήθελαν να μειώσουν το προσωπικό τους.

Από την άλλη πλευρά, ένα ελεύθερο πλαίσιο, όπως των ΗΠΑ, το οποίο μικρή προστασία παρέχει στους εργαζομένους, παρέχει μεγαλύτερη ευελιζία στις επιχειρήσεις με θετική επίδραση την ταχύτερη ανάπτυξη και την υψηλότερη απασχόληση. Τίποτε στην οικονομική ζωή δεν είναι χωρίς κόστος! Ισχύει και για την προστασία των εργαζομένων.

Πάντως, την επιλογή καθιστά ευκολότερη μία συγκροτημένη αναπτυζιακή στρατηγική, αναπόσπαστα στοιχεία της οποίας, αποτελούν οι ισχυροί θεσμοί και η ακριβοδίκαιη εφαρμογή των νόμων.

Τέλος, το κεφάλαιο 20 συνοψίζει ότι πρέπει να μάθουμε να ζούμε σε μία οικονομία επιρρεπή σε εξάρσεις υπερ-αισιοδοξίας και σε κρίσεις. Μία οικονομία η οποία ακροβατεί μεταξύ αναπτύξεως, ανισορροπιών, προσδοκιών και κρίσεων.

# Φιλοσοφία

Παρότι τα εξεταζόμενα θέματα δεν χωρούν στα πλαίσια ενός τυπικού βιβλίου, καθώς και το ότι οι οικονομικές θεωρίες και οι σχετικές σχολές οικονομικής σκέψεως έχουν κρατηθεί στο παρασκήνιο, το βιβλίο δεν στερείται οικονομικής φιλοσοφίας. Το αντίθετο!

Έχει τη φιλοσοφία του οικονομικού συστήματος στο οποίο ζούμε: του συστήματος της αγοράς ή, εναλλακτικά, της ελεύθερης οικονομίας. Φιλοσοφία η οποία συνθέτει τη λογική των διαφόρων θεωρητικών υποδειγμάτων και σχολών σκέψεως με την παρατήρηση του πραγματικού κόσμου.

Πέραν της επιλογής των αναλυομένων θεμάτων, αυτή η φιλοσοφία συμπυκνώνεται σε δύο αρχές και σε πολλά λανθάνοντα μηνύματα – κάποια εκ των οποίων δεν θα περίμενε κανείς σε ένα βιβλίο με τεχνοκρατική προσέγγιση.

**ΑΡΧΕΣ.** Η πρώτη αρχή σχετίζεται με τον μηχανισμό προσφοράς & ζητήσεως. Αυτός ο μηχανισμός επιφέρει την ισορροπία σε όλες τις αγορές: Αγαθών & Υπηρεσιών, Χρήματος, Συναλλάγματος, Εργασίας, ...

Όταν σε μία αγορά υπάρχει υπερβάλλουσα προσφορά, η πτώση των τιμών θα οδηγήσει σε αύξηση της ζητήσεως, μείωση της προσφοράς και, τελικά, σε εξάλειψη της υπερβάλλουσας προσφοράς. Κατ' αναλογία, όταν υπάρχει υπερβάλλουσα ζήτηση, η ισορροπία θα επέλθει με άνοδο των τιμών.

Είναι ένας απλός και αξιόπιστος μηχανισμός, επί του οποίου μπορεί κάποιος να θεμελιώσει τις αναλύσεις του. Βασίζεται στις ελεύθερες αποφάσεις των οικονομικών παραγόντων οι οποίοι δρουν με ένα ισχυρό κίνητρο: το κέρδος ή, γενικότερα, τη μεγιστοποίηση της ωφελείας τους.

Η δεύτερη αρχή σχετίζεται με την αναγνώριση ότι οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες είναι οι δύο όψεις του ιδίου νομίσματος, καθώς και αναπόσπαστο μέρος της οικονομικής ζωής. Επειδή κανείς δεν μπορεί να προβλέψει με ακρίβεια το μέλλον, υπάρχει πάντοτε η πιθανότητα οι χρηματοοικονομικές εξελίξεις να μην είναι προς την επιθυμητή κατεύθυνση, επιφέροντας οικονομική ζημία – η πλευρά του κινδύνου. Ταυτοχρόνως, όμως, οι απρόβλεπτες εξελίξεις διαμορφώνουν ευκαιρίες για κέρδη για τους έχοντες τη διορατικότητα και το θάρρος να τις αξιοποιήσουν – η πλευρά της ευκαιρίας.

Και οι δύο αρχές αναδεικνύουν τη στρατηγική αλληλεπίδραση όλων των οικονομικών παραγόντων. Δεν αντιδρούν παθητικά, προσπαθούν να προβλέπουν και να κινούνται πριν τα γεγονότα, λαμβάνουν υπ' όψιν τις πιθανές αντιδράσεις των υπολοίπων παικτών, παρακολουθούν συνεχώς τις εξελίξεις και αναπροσαρμόζουν τις αποφάσεις τους όταν οι σχετικές αναλύσεις κόστους — ωφελείας το επιβάλλουν.

**ΛΑΝΘΑΝΟΝΤΑ ΜΗΝΥΜΑΤΑ.** Ένα μήνυμα είναι ότι πίσω από τους αριθμούς υπάρχουν άνθρωποι, με τις ανάγκες και τις αδυναμίες τους, και των οποίων το προσωπικό συμφέρον δεν συμβαδίζει πάντοτε με το συμφέρον του οργανισμού στον οποίο εργάζονται ή του κοινωνικού συνόλου γενικότερα. Τα κίνητρα των διαφόρων «παικτών» διαφέρουν.

Η αναγνώριση των διαφορετικών κινήτρων βοηθά στην καλύτερη εκτίμηση της καταστάσεως και των προοπτικών της οικονομίας και των αγορών. Για παράδειγμα, ένας υπουργός οικονομικών μπορεί να μην λάβει τις ενδεικνυόμενες με βάση την κατάσταση της οικονομίας αποφάσεις, αλλά αυτές οι οποίες βραχυπρόθεσμα –μέχρι τις επόμενες εκλογές– έχουν το μικρότερο πολιτικό κόστος.

Ένα δεύτερο μήνυμα είναι ότι οι χρηματαγορές επιβάλλουν πειθαρχεία σε όλους τους οικονομικούς παράγοντες, μικρούς και μεγάλους, των κυβερνήσεων και κεντρικών

Αρχή 1<sup>η</sup>: Προσφορά και ζήτηση.

Αρχή 2<sup>η</sup>: Κίνδυνοι και ευκαιρίες, οι δύο όψεις του ιδίου νομίσματος.

Λανθάνοντα μηνύματα... πίσω από τους αριθμούς υπάρχουν άνθρωποι...

...οι αγορές επιβάλλουν πειθαρχία, ακόμη και σε κυβερνήσεις...

τραπεζών συμπεριλαμβανομένων. Βεβαίως, πρέπει να μας προβληματίζει η μεγάλη αυτή ισχύς των μη ελεγχομένων από κανέναν, και δη από το κοινωνικό σύνολο, αγορών.

Τίποτε, όμως, στην οικονομική ζωή δεν είναι «άσπρο – μαύρο». Λαμβανομένου υπ' όψιν του προηγουμένου μηνύματος, αυτή η ισχύς δεν είναι πάντοτε κάτι κακό. Εξαρτάται από τις περιστάσεις.

Ένα άλλο μήνυμα σχετίζεται με τη διαπίστωση ότι κάθε οικονομικός παράγων ξεχωριστά είναι πολύ μικρός και δεν έχει την οικονομική δύναμη να επηρεάσει τις εξελίξεις. Αναγνωρίζοντας ότι δεν μπορούμε να αλλάξουμε την πραγματικότητα, πρέπει να μάθουμε να ζούμε και να λειτουργούμε σε ένα ρευστό και ευμετάβλητο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, προσπαθώντας να ελαχιστοποιήσουμε τους εξ αυτού κινδύνους για την απασχόληση και το εισόδημά μας, τις αποδόσεις των επενδύσεών μας και την ποιότητα της ζωής μας, αξιοποιώντας παράλληλα τις παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.

Το σημαντικότερο, ίσως, λανθάνον μήνυμα είναι ότι οι χρηματοοικονομικές αναλύσεις απαιτούν ευρύτητα γνώσεων και δημιουργικό πνεύμα. Η ευρύτητα γνώσεων, για οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά θέματα, συμβαδίζει περισσότερο με την επιστήμη των χρηματοοικονομικών αναλύσεων και προβλέψεων, ενώ το δημιουργικό πνεύμα με την τέχνη.

Η ανάγκη και για τα δύο φαίνεται καλύτερα σε δύσκολες περιστάσεις, όπου η προτιμητέα επιλογή –συνήθως, η λιγότερο κακή— είναι δύσκολο να προσδιοριστεί, ενώ το δυνητικό κόστος μίας λανθασμένης αποφάσεως είναι μεγάλο. Τέτοιες είναι οι περίοδοι υφέσεων, οι οποίες είναι μάλλον συχνές, και ακόμη περισσότερο οι περίοδοι κρίσεων, οι οποίες είναι μεν σπανιότερες αλλά οι οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις τους πολύ μεγαλύτερες.

Ισχύει η λογική της παροιμίας «Ο καλός καπετάνιος στη φουρτούνα φαίνεται». Ο πλοίαρχος ενός πλοίου δεν αρκεί να γνωρίζει πώς να χαράσσει πορεία και να χειρίζεται το πηδάλιο. Πρέπει, επιπλέον, να καταλαβαίνει συνολικά τη λειτουργία και τις αδυναμίες του πλοίου, τα ισχυρά και ασθενή σημεία του πληρώματος, τους ανέμους και τα ρεύματα, το θαλάσσιο περιβάλλον... Διαφορετικά δεν θα μπορεί να αξιοποιήσει στο μέγιστο βαθμό τις δυνατότητές του πλοίου, ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι για ασφαλή πλεύση και κερδοφορία. Η ανάγκη δε αυτή είναι μεγαλύτερη σε τρικυμίες, όπου πλέον δεν διακυβεύεται η μεγαλύτερη ή μικρότερη κερδοφορία, η μεγαλύτερη ή μικρότερη ευεξία των επιβατών, αλλά η επιβίωση. Και πολύ μεγαλύτερη για τους πλοιάρχους μικρών πλοίων, τα οποία κατά κανόνα είναι περισσότερο ευάλωτα.

Συνεχίστε την αναλογία αντικαθιστώντας τη λέξη 'πλοίο' με νοικοκυριό, επιχείρηση, τράπεζα ή χώρα, τη λέξη 'πλοίαρχος' με οικονομικός παράγων ή αναλυτής, το 'θαλάσσιο περιβάλλον' με την μακροοικονομία και τις αγορές, τις 'τρικυμίες' με κρίσεις...

#### Αναγνωστικό κοινό

Το ανά χείρας βιβλίο γράφηκε έχοντας κατά νου τις ανάγκες προπτυχιακών και μεταπτυχιακών φοιτητών, και δη σε σχολές διοικήσεως επιχειρήσεων και σε οικονομικές σχολές.

Αλλά δεν απευθύνεται μόνο σε αυτούς: απευθύνεται σε όσους επιθυμούν να κατανοήσουν πως λειτουργεί ο πολύπλοκος κόσμος στον οποίο ζούμε, να αποφύγουν τους εξ αυτού κινδύνους για την ευημερία τους, και να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες οι οποίες παρουσιάζονται.

Τα απλά αναλυτικά εργαλεία, τα οποία χρησιμοποιεί, απλή άλγεβρα και απλή γεωμετρία, σε συνδυασμό με την αρθρωτή διάρθρωση και το ότι ξεκινά από τον ορισμό βασικών μεγεθών και καταλήγει στην ανάλυση συνθέτων θεμάτων, καθιστούν το βιβλίο κατάλληλο για μεγάλο φάσμα αναγνωστών: από τους μη έχοντες γνώσεις οικονομικών έως τους έχοντες πολύ καλή οικονομική παιδεία και μεγάλη σχετική εμπειρία και πολλές παραστάσεις. Το μόνο προαπαιτούμενο είναι 'κοινός νους'.

Μπορεί, επίσης, να διαβαστεί σε πολλά επίπεδα, ανάλογα με τον διαθέσιμο χρόνο, τις ανάγκες και τις προτιμήσεις των αναγνωστών.

...πρέπει να μάθουμε να λειτουργούμε στο ρευστό οικονομικό περιβάλλον...

...οι αναλύσεις απαιτούν ευρύτητα γνώσεων και δημιουργικό πνεύμα.

Αναγνωστικό κοινό...

...μόνο προαπαιτούμενο, 'κοινός νους'... ...από προπτυχιακοί φοιτητές...

...έως έμπειροι αναλυτές.

Επίπεδα μελέτης…

...από απλές τεχνικές...

...έως εξειδικευμένα θέματα.

#### Ένθετο 1.22. Τύποι Αναγνωστών και Προτεινόμενος Τρόπος Μελέτης

Στο ένα άκρο, οι μη-έχοντες οικονομικές γνώσεις, ούτε και πολύ διαθέσιμο χρόνο, αναγνώστες μπορούν να εστιάσουν την προσοχή τους στα τεχνικά εργαλεία. Συνήθως αρκεί για να αποκτήσουν μία αίσθηση του πώς λειτουργούν και αλληλεπιδρούν η μακροοικονομία, οι κυβερνήσεις, οι κεντρικές τράπεζες και οι αγορές.

Η πλειοψηφία των προπτυχιακών φοιτητών εντάσσεται εδώ.

Στο άλλο άκρο, οι έχοντες πολύ καλή οικονομική παιδεία, μεγάλη σχετική εμπειρία και πολλές παραστάσεις αναγνώστες, οι οποίοι αναζητούν σύντομες απαντήσεις, σε συγκεκριμένα ερωτήματα, σε σύντομο χρόνο, μπορούν να μελετήσουν επιλεκτικά τα θέματα του ενδιαφέροντός τους. Μπορούν, επίσης, να μελετήσουν συγκεκριμένα γεγονότα, από την πληθώρα η οποία αναλύεται στα ένθετα, ή να βρουν χρήσιμες παραπομπές για μεγαλύτερη εμβάθυνση.

Εδώ εντάσσονται όσοι ασχολούνται συστηματικά με χρηματοοικονομικές αναλύσεις, είτε ως παραγωγοί είτε ως καταναλωτές, «άνθρωποι της αγοράς», στελέχη και σύμβουλοι επιχειρήσεων,...

Στο ενδιάμεσο υπάρχει μεγάλο φάσμα γνώσεων και αναγκών. Ο κάθε αναγνώστης θα επιλέξει τον τρόπο μελέτης που του ταιριάζει.

#### Γρήγορος αναγνώστης

Ο γρήγορος αναγνώστης μπορεί να αποκτήσει μία καλή αίσθηση του περιεχομένου κάθε κεφαλαίου διαβάζοντας την πρώτη πρόταση κάθε παραγράφου. Για να εμβαθύνει, όμως, πρέπει στη συνέχεια να το μελετήσει προσεκτικά.

#### Προτεινόμενος τρόπος μελέτης

Ο ιδανικός, κατά την άποψη του συγγραφέα, τρόπος μελέτης έχει ως εξής:

Ο αναγνώστης διαβάζει προσεκτικά το βιβλίο από την αρχή μέχρι το τέλος, εξασκούμενος με τα παραδείγματα και τις αριθμητικές εφαρμογές, διδασκόμενος από τις ιστορίες των ενθέτων, και προσπαθώντας να συνδέει ότι διαβάζει με τις εμπειρίες του.

Προκειμένου δε να αποκτήσει ενεργητική γνώση του αντικειμένου, θα προσπαθεί να αναλύει την επικαιρότητα και να κάνει προβλέψεις για τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις, χρησιμοποιώντας τα αναλυτικά εργαλεία του βιβλίου.

Ακολουθώντας τον προτεινόμενο τρόπο μελέτης, ο αναγνώστης θα έχει περισσότερες ερωτήσεις όταν φθάσει στο τέλος του βιβλίου από όσες είχε όταν ξεκίνησε.

Θα έχει, όμως, αποκτήσει έναν συγκροτημένο τρόπο σκέψεως για να βρίσκει τις απαντήσεις μόνος του. Για να αναλύει τα τεκταινόμενα στην οικονομία και τις αγορές, για να μειώνει τους κινδύνους και να αξιοποιεί τις ευκαιρίες από τις απρόβλεπτες εξελίξεις. Σε αυτή δε την προσπάθεια θα τον βοηθά η έκθεση στα κύρια χρηματοοικονομικά γεγονότα τα οποία σημάδεψαν την τελευταία τριακονταετία και πλέον.

Το ΒΙΒΛΙΟ ΩΣ ΔΙΔΑΚΤΙΚΟ ΕΓΧΕΙΡΙΔΙΟ. Τα απλά αναλυτικά εργαλεία, σε συνδυασμό με την αρθρωτή διάρθρωση και τις πολλές αναφορές σε ιστορικά γεγονότα και στοιχεία, καθιστούν το βιβλίο κατάλληλο, είτε ως βασικό είτε ως συμπληρωματικό σύγγραμμα, για πολλά προπτυχιακά και μεταπτυχιακά μαθήματα σε οικονομικές σχολές και σχολές διοικήσεως επιχειρήσεων. Ακόμη και σε τεχνολογικές σχολές, όπου οι φοιτητές με ελάχιστα οικονομικά και χρηματοοικονομικά μαθήματα πρέπει να αποκτήσουν μία καλή εικόνα για το πώς λειτουργούν η οικονομία και οι χρηματαγορές.

Εν συντομία, τα κεφάλαια 2 – 10 και 19 μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μάθημα μακροοικονομικής, είτε εισαγωγικό είτε προχωρημένο. Στη δεύτερη περίπτωση, ο διδάσκων έχει τη δυνατότητα να επιλέξει όποια από τα προχωρημένα θέματα επιθυμεί. Αυτά τα θέματα συνήθως αναλύονται στις τελευταίες ενότητες των κεφαλαίων.

Τα κεφάλαια 11 – 18 μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μάθημα διεθνούς μακροοικονομικής, είτε εισαγωγικό είτε προχωρημένο – ως ανωτέρω. Επίσης, μπορούν να χρησιμοποιηθούν συμπληρωματικά σε μαθήματα νομισματικής πολιτικής, τραπεζικής, διεθνών επενδύσεων και διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Σε μεταπτυχιακό επίπεδο, το βιβλίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε ένα εντατικό μάθημα μακροοικονομικής ή διεθνούς μακροοικονομικής. Αυτό δε το μάθημα θα είναι αρκετό για να αποκτήσουν οι φοιτητές σφαιρική εποπτεία της λειτουργίας της οικονομίας και των αγορών.

Συγκρινόμενο με τυπικά βιβλία μακροοικονομικής και μακροοικονομικής ανοικτής οικονομίας, το ανά χείρας βιβλίο αναλύει ευρύτερο φάσμα θεμάτων. Συνήθως, τα εν λόγω βιβλία χρησιμοποιούν απλούστερες μορφές του 'Κεϋνσιανού Σταυρού' και των υποδειγμάτων IS/LM και Mundell-Fleming, για την ανάλυση οικονομικών, κυρίως, διαταραχών. Δεν αναλύουν χρηματοοικονομικές διαταραχές, ούτε εμβαθύνουν στον ρόλο και τις κινητήριες δυνάμεις των διεθνών χρηματαγορών, ούτε και στη δυνητικά αποσταθεροποιητική δυναμική των προσδοκιών. Επιπλέον, δεν δίνουν σφαιρική εικόνα των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθότι δεν αναλύουν τους ΕΝΙΣΧΥΤΕΣ ΔΙΑΤΑΡΑΧΩΝ και τις ΚΡΙΣΕΙΣ.

Ένα άλλο συγκριτικό πλεονέκτημα του βιβλίου προέρχεται από τη λεκτική παρουσίαση σχετικά πολύπλοκων θεμάτων, τα οποία στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία αναλύονται με προχωρημένα μαθηματικά, και την εκτεταμένη χρήση ιστορικών στοιχείων, τα οποία συνδέουν τη θεωρία με τον πραγματικό κόσμο. Αμφότερες βοηθούν στη καλύτερη κατανόηση. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η αποσταθεροποιητική δυναμική του 'debt deflation' στο κεφάλαιο 5, το τρίπτυχο ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι – 'φούσκες' στις αγορές αξιογράφων και ακινήτων – χρηματοοικονομικές κρίσεις στο κεφάλαιο 12, οι μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών στο κεφάλαιο 14, και τα υποδείγματα συναλλαγματικών κρίσεων στο κεφάλαιο 17.

Μία επισήμανση. Το βιβλίο είναι απλό αλλά όχι εύκολο. Κάθε έννοια και κάθε υπόδειγμα είναι απλό. Όλα, όμως, μαζί συνθέτουν έναν τεράστιο όγκο πληροφοριών η σύνθεση των οποίων, για να αποκτήσει ο αναγνώστης την ικανότητα κατανοήσεως των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, απαιτεί χρόνο, σκέψη, προσπάθεια, «χαρτί και μολύβι».

Το βιβλίο, εν ολίγοις, είναι για προσεκτικούς και υπομονετικούς αναγνώστες.

# 1.5 Ευχαριστίες

Το ανά χείρας βιβλίο δεν θα μπορούσε να είχε γραφεί χωρίς τη συμβολή πολλών ανθρώπων.

Η επιλογή των θεμάτων, ο τρόπος παρουσιάσεως τους, το ύφος της συζητήσεως... επηρεάστηκαν πολύ, και προς το καλύτερο, από τις παρατηρήσεις, τα σχόλια και τις προτάσεις πολλών φίλων και συναδέλφων. Ανάμεσά τους ξεχωρίζουν οι καθηγητές Νικόλαος Απέργης, Ιωάννης Θανόπουλος, Γεώργιος Κατσιμπρής, Δημήτριος Κυριαζής, Νικήτας Πιττής, Χριστόδουλος Στεφανάδης, Χρήστος Τσούμας και Γκίκας Χαρδούβελης.

Σημαντικότατη ήταν η συμβολή των προπτυχιακών και μεταπτυχιακών φοιτητών μου στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και στο New York University – Stern School of Business. Οι επικοδομητικές παρατηρήσεις και οι εύστοχες ερωτήσεις τους συνέβαλαν στην καλύτερη παρουσίαση πολλών λεπτών θεμάτων.

Ιδιαίτερη, όμως, ήταν η συμβολή των Νικολάου Γουργουράκη, Κωνσταντίνου Δημητρόπουλου, Δημητρίου Κουμπάρου, Χρύσας Κεραμάρη, Γερασίμου Παναγιωτάτου, Γεωργίου Σαράφογλου (μεταπτυχιακών), Πασχάλη Βασιλειά, Βύρωνα Κακλόπουλου, Θοδωρή Κρεμμύδα, Βασίλη Λουκανόπουλου, Κωνσταντίνου Μπουζίκου, Παναγιώτη Παπαγιαννάκου και Χαρούλας Στάμου (προπτυχιακών). Σε διάφορα στάδια της πολυετούς προσπάθειας –μία προσπάθεια την οποία ενεθάρρυνε και βοήθησε τα μέγιστα το δημιουργικό κλίμα στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς – διάβασαν κριτικά τις τότε διαμορφούμενες σημειώσεις από τις οποίες προέκυψε το βιβλίο.

Τους ευχαριστώ όλους, αναγνωρίζοντας ότι δεν φέρουν καμία ευθύνη για τυχόν λάθη, αδυναμίες και παραλείψεις.

Ευχαριστώ, επίσης, τον φίλο και συνδιδάσκοντα στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς Γεώργιο Κόντο, του εκδοτικού οίκου Διπλογραφία, για την επί σειρά ετών ενθάρρυνσή του για τη συγγραφή του βιβλίου, καθώς και για την εξαίρετη επιμέλεια στην έκδοσή του. Την Λουκία Ξερούτσικου για την υπομονετική φιλολογική επιμέλεια. Και το Θωμά Σύρμο, διδακτορικό φοιτητή, για την ευσυνείδητη και αποτελεσματική ερευνητική βοήθειά του.